

УДК: 336.64; 336.66; 336.76
JEL: G23; G32; G41

АЛЬТЕРНАТИВНЫЕ ИНВЕСТИЦИИ: МОТИВЫ И РИСКИ ИНВЕСТИРОВАНИЯ НА КРАУДФАНДИНГОВЫХ ПЛАТФОРМАХ

И. В. Березинец¹, Ю. Б. Ильина², К. А. Бобров³, В. С. Копцев¹

¹ Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики»,
Российская Федерация, 101000, Москва, ул. Мясницкая, 20

² Санкт-Петербургский государственный университет,
Российская Федерация, 199034, Санкт-Петербург, Университетская наб., 7–9

³ Российская Федерация, 198330, Санкт-Петербург, ул. Маршала Захарова, 50

Для цитирования: Березинец И. В., Ильина Ю. Б., Бобров К. А., Копцев В. С. 2023. Альтернативные инвестиции: мотивы и риски инвестирования на краудфандинговых платформах. *Вестник Санкт-Петербургского университета. Менеджмент* 22 (3): 313–336.
<http://doi.org/10.21638/11701/spbu08.2023.303>

С развитием финансовых рынков и цифровых технологий частные компании начинают активно использовать инструменты альтернативного финансирования, которые становятся для инвесторов альтернативой вложений в традиционные финансовые активы. Среди этих инструментов особое место занимает акционерный краудфандинг — инновационный способ финансирования, посредством которого эмитенты привлекают финансовые ресурсы через онлайн-порталы — краудфандинговые платформы, а инвесторы вкладывают средства в обмен на акции компаний. Объектом многих академических и научно-практических исследований являются мотивы и риски инвестирования в данный инструмент. Ввиду информационной асимметрии, существующей между эмитентами и инвесторами, высокой неопределенности будущих денежных потоков, доминирования на рынке непрофессиональных инвесторов и непродолжительного срока функционирования рынка акционерного краудфандинга в настоящее время вопросы, связанные со стимулами для инвесторов и рисками краудфандинга, остаются малоизученными и не имеют однозначных ответов. Цель исследования — идентифицировать и проанализировать мотивы инвестиций в акции компаний малого и среднего бизнеса на краудфандинговых платформах и связанных с ними рисков, а также зависимость мотивов инвестирования от характеристик инвесторов и компаний, проводимых на краудфандинговых платформах. Методология исследования основывается на обзоре современных зарубежных и российских работ по рассматриваемой проблеме. Основываясь на академических концепциях, опыте экспертов в данной области и экспертизе авторов,

Исследование проведено при финансовой поддержке Высшей школы бизнеса Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики», грант № 2022.004Р.

© Санкт-Петербургский государственный университет, 2023

приобретенной в сфере альтернативных инвестиций, предложен авторский взгляд на мотивацию инвесторов, расширяющий представления о данной теме. Результаты исследования представляют интерес для всех участников процесса акционерного краудфандинга — компаний-эмитентов, инвесторов, операторов инвестиционных (краудфандинговых) платформ. Теоретический вклад настоящей работы в исследования по акционерному краудфандингу заключается в предложении новых подходов к определению мотивов инвестирования для различных категорий инвесторов во взаимосвязи с ранее не изученными факторами.

Ключевые слова: альтернативные инвестиции, акционерный краудфандинг, краудинвестинг, краудфандинговые платформы, информационная асимметрия.

ВВЕДЕНИЕ

С развитием финансовых рынков и цифровых технологий частные компании начинают активно использовать инструменты альтернативного финансирования, которые, в свою очередь, становятся для инвесторов альтернативой вложений в традиционные финансовые активы, включая акции публичных компаний. Акционерный краудфандинг (equity crowdfunding — EC) — процесс привлечения финансирования частными компаниями, который выступает альтернативой привлечению капитала посредством выпуска акций на публичном рынке и позволяет эмитентам напрямую получать деньги от инвесторов без использования услуг банков и других финансовых посредников [Daskalakis, Karpouzis, 2021; Vismara, 2022].

При этом место традиционных посредников занимают интернет-порталы — инвестиционные онлайн-платформы, называемые краудфандинговыми, выступающие маркетплейсом для эмитентов и инвесторов, предоставляющие инфраструктуру для осуществления сделок. При краудинвестинге, вкладывая денежные средства в капитал фирмы, инвесторы получают акции (долю в капитале) [Bradford, 2012; Ahlers et al., 2015; Hornuf, Neuenkirch, 2017] и могут претендовать на участие в управлении компанией, получение дивидендов, прирост стоимости акции при ее продаже, приобретая те же права бенефициаров, которые принадлежат акционерам при классическом привлечении капитала посредством IPO (Initial Public Offering — первоначальное публичное предложение капитала) или при дополнительной эмиссии акций.

Ранее доступ к акционерному капиталу для высокорискового бизнеса, к которому относятся и стартапы, имелся у круга профессиональных инвесторов, работающих в сегменте “high risk — high yield” («высокий риск — высокая доходность»), а именно: венчурных капиталистов, бизнес-ангелов, фондов прямых инвестиций [Colombo, Franzoni, Rossi-Lamastra, 2015]. Акционерный краудфандинг занял промежуточное положение между инвестициями в частные компании, осуществляемые напрямую профессиональными инвесторами, и инвестициями в публичные компании в процессах IPO и SPO (Secondary Public Offering — вторичное, дополнительное публичное предложение капитала) [Vismara, 2022].

При традиционном инвестировании в частные компании сделка осуществляется между фирмой и одним инвестором (или ограниченной группой инвесторов) на основе договора. При краудинвестинге владельцы бизнеса имеют больше гибкости в организации предложения акций и не обязаны вступать в переговоры, как это происходит в рамках финансирования со стороны бизнес-ангелов или компаний венчурного капитала, когда процесс привлечения инвестиций занимает от трех месяцев до полутора лет. Кампания по акционерному краудфандингу в среднем продолжается от двух до восьми недель [Elder, Hayes, 2021]. Организационная форма компании, привлекающей финансовые ресурсы посредством акционерного краудфандинга, является смешанной формой публичной компании с большим числом инвесторов и частной фирмы, где собственность и контроль фактически не разделяются, поскольку наибольшая доля капитала остается в руках основателя [Cumming, Meoli, Vismara, 2021; Vismara, 2022].

При краудинвестинге формат инвестирования является порождением шеринговой экономики, когда инвесторы совместно вкладывают деньги в будущее компании. Инвесторов, вкладывающих деньги в капитал эмитентов на платформах, называют краудинвесторами (crowd investors) [Block et al., 2018]. Акционерный краудфандинг отличается от других форм привлечения капитала и самой организацией процесса, который осуществляется полностью в онлайн-формате [Buttice, Vismara, 2022]. Это дает большие преимущества эмитентам, но вместе с тем накладывает на них обязательства быть готовыми эффективно провести всю кампанию в режиме онлайн [Elder, Hayes, 2021].

Необходимо отметить, что акционерный краудфандинг предоставляет эмитентам возможности более быстрого привлечения капитала с более низкими издержками, чем другие формы финансирования, выступает как инновационный источник финансирования инвестиционных проектов [Спиридонова, 2018] и создает преимущества при продвижении новых проектов и продуктов [Ahlers et al., 2015; Lukkarinen et al., 2016; Cumming, Vismara, 2017; Giudici, Guerin M., Rossi-Lamastra et al., 2020]. В последние годы потенциал для развития рынка краудинвестинга, возникшего после финансового кризиса 2008–2009 гг., возрастает.

Начиная с периода пандемии на мировых финансовых рынках наблюдается большой приток частных инвесторов, происходит демократизация инвестиционного процесса как для инвесторов, так и для эмитентов, а также снижаются средние чеки инвестирования. В процесс вовлекаются новые сегменты инвестиционного сообщества и устраняются финансовые барьеры для предпринимателей [Cumming, Meoli, Vismara, 2021]. Акционерный краудфандинг составляет все большую конкуренцию привлечению капитала от бизнес-ангелов и венчурных капиталистов, поскольку осуществлять финансирование посредством этого механизма становится легче и быстрее [Du, Bartholomae, Stumpfegger, 2022]. В основе данного процесса лежит не поиск средств для немедленного потребления, а аккумуляция ресурсов реализации инвестиционных проектов, от которых ожидается отдача в будущем [Гамбеева, Кожухова, 2019].

По данным информационного ресурса Statista, объем сделок на рынке краудинвестинга в 2023 г. достигнет 1,57 млрд долл., что на 0,13 млрд долл. выше, чем в 2022 г. Ожидаемые ежегодные темпы роста в 2023–2027 гг. на уровне 6,28% приведут к прогнозируемой общей сумме сделок в 2 млрд долл. к 2027 г. Средняя сумма финансирования в рамках одной краудфандинговой кампании на рынке краудинвестинга в мире в первом квартале 2023 г. составляла 24,34 тыс. долл., а самая высокая стоимость одной сделки по привлечению капитала в размере 560,6 млн долл. наблюдалась в Великобритании¹. Прогнозы по росту рынка краудфандинга значительно различаются среди аналитиков. По одним из них к 2031 г. объем глобального рынка краудфандинга достигнет 6,8 млрд долл. при ожидаемых темпах роста 14,3% в 2022–2031 гг.², по другим — 3,62 млрд долл. к 2030 г. при среднегодовых темпах роста 14,5%³.

Как отмечают эксперты, в России интерес частных инвесторов к таким вложениям пока невысок⁴. Представляется, что среди причин — низкая готовность и отсутствие опыта у инвесторов к инвестициям в частные компании, которые являются информационно закрытыми для большинства участников рынка, неинформированность потенциальных инвесторов и в целом низкая культура инвестирования среди неквалифицированных инвесторов.

По данным Банка России, в РФ объем привлеченных средств посредством акционерного краудфандинга в 2021 г. был равен 4,7 млрд руб. при общем объеме финансирования за счет всех видов краудфандинга⁵ в 13,8 млрд руб. (35,71% от общего объема привлеченных денежных средств)⁶. По сравнению с 2020 г. объем рынка краудфандинга вырос на 97%. По итогам 2022 г. общий объем рынка краудфандинга увеличился на 48% и достиг 20,4 млрд руб., при этом рынок краудинвестинга составил 7,6 млрд руб. — 37,3% от общего объема рынка всех видов краудфандинга⁷.

Доля краудинвестинга в общей величине средств, привлекаемых за счет краудфандинга, растет: в первой половине 2021 г. объем краудинвестинга был ми-

¹ Crowdfunding worldwide. Statista.com. URL: <https://www.statista.com/outlook/dmo/fintech/digital-capital-raising/crowdfunding/worldwide> (дата обращения: 24.05.2023).

² Crowdfunding market research, 2031. Allied Market research. URL: <https://www.alliedmarketresearch.com/crowdfunding-market-A47387> (дата обращения: 15.05.2023).

³ With 14.5% CAGR, Crowdfunding Market Size to Surpass USD 3.62 Billion by 2030. Fortune Business Insights. 01.02.2023. URL: <https://www.globenewswire.com/news-release/2023/02/01/2599133/0/en/With-14-5-CAGR-Crowdfunding-Market-Size-to-Surpass-USD-3-62-Billion-by-2030.html> (дата обращения: 24.05.2023).

⁴ Милькина А. 2022. Краудфандинг, краудлендинг и краудинвестинг: в чем разница и как они работают в России. *Банки.ру* 07.11.2022. URL: <https://www.banki.ru/news/daytheme/?id=10975123> (дата обращения: 13.04.2023).

⁵ Помимо краудинвестинга, к другим видам краудфандинга как формы коллективного инвестирования относятся краудлендинг, благотворительный и условно-возвратный краудфандинг.

⁶ Crowdfunding market exceeds 24 billion rubles. 21.06.2022. *Bank of Russia*. URL: <https://cbr.ru/eng/press/event/?id=13951> (дата обращения: 03.03.2023).

⁷ Обзор платформенных сервисов в России. Информационно-аналитический материал. *Центральный банк Российской Федерации*. 2023 г. URL: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/146720/platform_services_20230515.pdf (дата обращения: 10.05.2023).

нимальным, а к концу года он приблизился к половине всего объема финансирования на краудфандинговых платформах за счет всех видов краудфандинга⁸. Согласно данным Statista, если в 2017 г. средняя сумма привлечения капитала в процессе одной кампании по акционерному краудфандингу в России была равна 28,19 тыс. долл. при общем объеме сделок в 28,22 млн долл., то в 2022 г. эта величина снизилась до 15,72 тыс. долл.⁹ При этом общая сумма привлеченных ресурсов за счет данного источника финансирования демонстрировала в последние годы растущий тренд и за 2021 г. достигла 58,01 млн долл., а по итогам 2022 г. она снизилась до 40,9 млн долл. В ближайшие пять лет ожидается стабилизация объема рынка краудинвестинга в России на уровне 42–43 млн долл. в год, и данный вид краудфандинга, по оценкам экспертов ресурса Statista, будет оставаться крупнейшим сегментом рынка альтернативного финансирования¹⁰.

Все большее число академических и практико-ориентированных публикаций посвящено изучению акционерного краудфандинга. В них исследуются преимущества и риски с позиции как эмитентов, так и инвесторов, факторы инвестиционной привлекательности компаний на платформах и то, каким образом успех размещений связан с различными характеристиками эмитентов и проводимых ими краудфандинговых кампаний, а также законодательное регулирование краудфандинга и права инвесторов, механизмы работы платформ и др.

Статья имеет следующую структуру. В первом разделе обсуждаются такие практические аспекты, как риски краудинвестинга, во втором — вопрос о том, кто является инвесторами на краудфандинговых платформах и каковы мотивы инвестирования для различных групп инвесторов. В заключении делаются выводы относительно проблем и перспектив развития акционерного краудфандинга как отрасли альтернативных инвестиций.

ЧЕМ РИСКУЮТ ИНВЕТОРЫ НА КРАУДФАНДИНГОВЫХ ПЛАТФОРМАХ

Акции, облигации, фонды биржевого индексного инвестирования (Exchange Traded Funds — ETF) относят к традиционным финансовым активам. Как отмечалось, посредством акционерного краудфандинга вкладываются средства в капитал частных компаний, и такой тип инвестирования, наряду с венчурными инвестициями, прямыми инвестициями, вложениями в недвижимость, золото, относят к инвестициям в альтернативные активы. Инвесторы, заинтересованные во вложениях в альтернативные активы, могут придерживаться различных стра-

⁸ Обзор рынка краудфандинга в России. Информационно-аналитический материал. *Центральный банк Российской Федерации*. 2022 г. URL: http://www.cbr.ru/collection/collection/file/42097/crowdfunding_market_01_2022.pdf (дата обращения: 13.02.2023).

⁹ Average funding of alternative finance per campaign in Russia from 2017 to 2027, by segment. *Statista.com*. URL: <https://www.statista.com/forecasts/1230652/alternative-finance-average-funding-russia-by-segment?locale=en> (дата обращения: 28.04.2023).

¹⁰ Transaction value of alternative finance in Russia from 2017 to 2027, by segment. *Statista.com*. URL: <https://www.statista.com/forecasts/1230649/alternative-finance-transaction-value-russia-by-segment> (дата обращения: 28.04.2023).

тегий распределения средств между объектами инвестирования. По информации от управляющих капиталом частных клиентов (wealth management) в России, инвестиции таких клиентов распределяются примерно в пропорции 50 на 50 в инструменты публичных рынков капитала и в альтернативные активы. В свою очередь, около четверти альтернативных инвестиций осуществляется в частные компании через профессиональные фонды, которые на этом специализируются, а также через прямые вложения инвесторов в эти компании.

Краудинвестинг дает инвесторам определенные преимущества по сравнению с традиционными формами инвестирования, к основным из которых относятся: возможность вложений небольших сумм и свобода выбора компаний, понятный, прозрачный механизм работы платформ, минимум бюрократических процедур¹¹. Привлекательным является и сам формат инвестирования посредством инновационного механизма на онлайн-платформах [Buttice, Vismara, 2022].

Однако данная форма инвестирования сопряжена со значительными рисками, прежде всего связанными с вложениями в частные (непубличные) компании в целом. Для непубличных компаний характерен низкий уровень информационной прозрачности, часто отсутствие должного аудита финансовой отчетности, что порождает риски некорректного формирования отчетов, ошибки в прогнозировании денежных потоков, планировании требуемого объема инвестиций. В связи с низким уровнем требований к раскрытию информации для частных компаний возникает проблема информационной асимметрии между эмитентами и инвесторами, которая порождает высокую неопределенность для инвесторов относительно будущих доходов. Потенциальные поставщики капитала могут столкнуться с тем, что собственники и топ-менеджеры компании могут повести себя оппортунистически или не обладают достаточными способностями для успешного ведения бизнеса [Shane, Cable, 2002].

Проблема информационной асимметрии на краудфандинговых платформах обостряется в связи с тем, что капитал привлекают, как правило, молодые (или начинающие) компании, доступ к информации о которых затруднен. Краудфандинговые платформы предоставляют и распространяют информацию об эмитентах, однако, в отличие от фондовых бирж при размещении публичных компаний, они не имеют возможности должной проверки и верификации документации эмитентов [Dorfleitner, Hornuf, Weber, 2018]. Кроме того, достаточно часто платформы не берут на себя обязательства раскрытия такой информации инвесторам. На ряде платформ, включая основную на данный момент российскую краудинвестинговую платформу Rounds¹², финансовая информация об эмитенте доступна только зарегистрированным инвесторам. Однако на большинстве платформ инвесторы могут связаться с эмитентом самостоятельно и запросить информацию (которую компании предоставляют неохотно).

¹¹ Что такое краудинвестинг? *Цифровое право*. URL: <https://dgtlaw.ru/analytic/kraudinvesting> (дата обращения: 07.05.2023).

¹² Rounds. ООО «РАУНДС». URL: <https://rounds.ru/investor> (дата обращения: 05.04.2023).

Ввиду отсутствия строгих требований к предоставлению отчетности компаний краудинвесторы уязвимы. Поэтому целесообразно установить более жесткие требования к раскрытию информации и составлению финансовой отчетности эмитентов на краудфандинговых платформах. В то же время ужесточение данных правил раскрытия информации может снизить доступность этого механизма финансирования для предпринимательских фирм.

Существует и риск того, что выход из частной компании будет возможен только при ее продаже. Тогда можно рассчитывать на рост стоимости компании (upside), но это будет сопряжено с большой сложностью — всем акционерам нужно объединиться и продать фирму, чтобы реализовать переоценку стоимости компании. Для частных компаний отсутствует вторичный рынок, который предлагает инструмент отслеживания и анализа изменения стоимости акций (долей), а фактически стоимости компании, поэтому нет возможности проанализировать взаимосвязь цен акций и изменений показателей деятельности компаний.

Важно учитывать и риск диверсификации вложений. В отличие от рынка акций, где торгуются сотни, даже тысячи компаний и имеется возможность вложений в рынки разных стран, создание диверсифицированного портфеля инвестиций в частные компании затруднено.

Еще один фактор риска вложений в непубличные компании связан с тем, что в последние годы происходит создание новых секторов экономики, отраслей, подотраслей, компании которых являются инновационными и, соответственно, привлекают больше инвестиций, чем компании традиционных отраслей. Прежде всего это отрасли, связанные с новыми технологиями (tech), — финансовые технологии (fintech), технологии в области продуктов питания (food tech) и др. Риск инвестирования в компании таких отраслей заключается не только в том, что непонятно, какие из них окажутся успешными, но и в том, что трудно оценить, какие новые отрасли выдержат испытание временем. Возможно, многие инновации окажутся не столь привлекательными и не найдут своего потребителя, поэтому свои суждения инвесторы основывают на традиционной отраслевой диверсификации, как и на публичных рынках.

Каким образом эти риски реализуются? Возможно, они растут или, наоборот, снижаются при инвестировании в частные компании на краудфандинговых платформах, учитывая, что в процессе краудинвестинга инвесторы покупают акции компаний, которые могут быть проданы на вторичном рынке.

При эмиссиях на платформах отсутствуют требования к участию в процессе андеррайтеров и юридических фирм, поэтому экспертиза и сертификация со стороны третьих сторон не проводится. Риски мошенничества высоки, и у многих инвесторов это вызывает отторжение от такого вида вложения капитала [Ahlstrom, Cumming, Vismara, 2018].

Тем не менее краудфандинговые платформы могут устанавливать свои критерии для допуска эмитентов к размещениям и классифицировать их. Например, российская краудфандинговая платформа Rounds формирует эшелоны эмитен-

тов — А (растущие), В (малые), С (стартапы)¹³, — подобно котировальным листам на фондовой бирже, принадлежность к которым основана на качественных и количественных характеристиках компании как эмитента и оценке ее потенциала, ликвидности и пр.

Требования к эмитентам помогают инвестору следовать формальным критериям выбора объектов инвестирования, например опираться на принадлежность к определенному эшелону на платформе. Уставом крупнейшей платформы Великобритании Crowdcube предусмотрена тщательная проверка (due diligence) эмитента, его истории, финансовых документов, информации о собственниках и менеджерах и др.¹⁴ Должным образом проверяется все, что представляется на платформу для ознакомления инвесторов. В регулирующих документах платформы подчеркивается, что не подлежит анализу любая информация, которая не представлена эмитентом платформе, и заключение о состоянии эмитента остается на усмотрение инвесторов. Инвестиционные платформы в целом не несут ответственности за инвестиционные решения и качество проверки информации самими покупателями акций.

Очевидно, что для инвестора вложения в частные компании при любом виде финансирования предполагают значительные затраты на изучение эмитента. По данным [Isenberg, 2012], детальный анализ со стороны венчурных капиталистов требует минимум 50 000 долл. и сотни часов на исследования рынка, перспектив отрасли, интервью с предпринимателями и потенциальными клиентами. Такие суммы издержек недоступны для индивидуальных краудинвесторов, средняя величина инвестиций которых несопоставима с затратами и составляет, например, на Crowdcube 20 000 фунтов стерлингов [Vismara, 2016].

Платформы отмечают рисковость данных вложений и предупреждают об этом инвесторов. В частности, сайт Crowdcube содержит специальный раздел по предупреждению о рисках (Risk warning), где отмечается, что инвестиции в стартапы и бизнесы на ранней стадии развития связаны с рисками отсутствия ликвидности, невыплаты дивидендов, потери стоимости инвестиции и разведения капитала. Поэтому такие вложения рекомендуется осуществлять только как часть диверсифицированного портфеля и только тем инвесторам, которые имеют достаточный уровень квалификации¹⁵.

Приобретая акции, инвесторы аналогично с вложениями на фондовом рынке могут ожидать получения дивидендов, и многие компании обещают указанные выплаты акционерам в своих инвестиционных декларациях и презентациях. Однако инвесторам следует с осторожностью относиться к таким обещаниям. Эми-

¹³ Подробно о требованиях к эмитентам на краудфандинговой платформе Rounds см.: Rounds | Требования к компаниям для размещения. ООО «РАУНДС». URL: <https://rounds.ru/tarifs> (дата обращения: 08.05.2023).

¹⁴ Crowdcube. URL: <https://www.crowdcube.com/investments> (дата обращения: 20.01.2022).

¹⁵ Risk warning. Crowdcube. URL: <https://www.crowdcube.com/explore/risk-warning> (дата обращения: 20.01.2022).

тенты на платформах являются частными компаниями и не обязаны выплачивать дивиденды. Crowdcube, информируя инвесторов о потенциальных рисках, указывает на то, что такие компании обычно реинвестируют полученную прибыль в развитие и создание ценности для акционеров и инвесторам нужно быть готовыми к тому, что они не получат доход на свои акции до момента их продажи¹⁶.

Обсуждая возможную продажу акций, важно отметить, что риск ликвидности вложений, свойственный вложениям в частные компании, характерен и при краудинвестинге. Когда акция приобретается на публичном рынке, при необходимости ее можно реализовать в любое время, несмотря на то что ликвидность инструментов тех или иных компаний различается. Уровень ликвидности выступает одним из критериев для включения акций в котировальные списки разного уровня. В отличие от биржевого рынка акций на платформах ликвидный вторичный рынок практически отсутствует [Yasar, 2021]. Инвесторы должны ждать, прежде чем они смогут реализовать прибыль от своих вложений в виде дивидендов или продажи акций. Платформа Crowdcube предупреждает инвесторов и об этом риске, подчеркивая, что акции, купленные на этой платформе даже у эмитентов, которые успешно размещаются и функционируют после этого, не могут быть проданы на фондовом рынке. С особой осторожностью предлагается инвестировать в неголосующие акции, которые могут быть непривлекательными для потенциальных покупателей¹⁷.

Тем не менее данный вид риска при инвестировании на платформах ниже, чем при прямом вложении в непубличные компании, так как многие платформы организуют вторичные рынки, хотя и не обладающие высоким уровнем ликвидности. Вместе с тем необходимо принимать во внимание меньшую гибкость, которую могут позволить себе инвесторы в частные компании ввиду риска ликвидности вложений.

Поскольку публичный вторичный рынок отсутствует, инвесторы несут также риск разводнения капитала. При небольших вложениях у них отсутствует возможность контроля над целевым расходованием привлеченных средств, от чего зависит будущее профинансированных компаний.

На краудфандинговых платформах создание диверсифицированного портфеля акций также затруднено. Однако если вкладывать средства в компании-эмитенты на платформе не напрямую, а через профессиональные фонды венчурных инвестиций, то фактически таким образом создается портфель венчурных инвестиций, поскольку у самого фонда возможности вложений в большое число компаний гораздо шире. Самостоятельное инвестирование повышает риски, которые нередко несопоставимы с ожидаемой доходностью и влекут за собой значительные убытки.

Имеется ряд дискуссионных вопросов в связи с диверсификацией вложений для инвесторов на краудфандинговых платформах. Стоит ли подходить к крау-

¹⁶ Там же.

¹⁷ Там же.

динвестингу с позиции правил публичного рынка акций относительно формирования портфеля ценных бумаг? Должен ли инвестор выбирать компании из одной отрасли, инвестируя в 15–20 из них, или лучше формировать портфель из разных отраслей согласно правилам диверсификации фондового рынка? Можно ли предусмотреть возможность доинвестирования — вложить одну часть средств, а другую оставить на поддержку компаний, которые развиваются и демонстрируют потенциал? Последний вопрос нуждается в дальнейшей проработке, так как еще не накоплено статистических данных по доходности вложений в акции компаний на платформах, и особенно по доходности портфелей.

Вероятно, единственный вид риска, который можно значительно снизить или даже устранить, — юридический, касающийся нарушения сторонами условий договора. Например, в России инвестиционные платформы предлагают инвесторам дополнительные возможности, такие как проверка истории эмитента, услуги компаний, разрешающих вопросы с должниками в досудебном порядке (коллекторы, которым могут быть переданы права инвесторов по цессионному договору)¹⁸. Впрочем, услуги, связанные с проверкой кредитоспособности, актуальны прежде всего на краудлендинговых платформах, где происходит коллективное инвестирование в долговой капитал компаний и заемщики обязуются производить кредиторам регулярные процентные выплаты, а по истечении срока контракта возратить основную сумму долга¹⁹.

Практики и регуляторы в разных странах обеспокоены тем, что инвесторы на платформах ведомы рекламой и инвестиционными промоутерами и не защищены от рисков [Astebro et al., 2018]. Однако введение строгих регулятивных мер нивелирует саму идею такого способа финансирования как демократичного механизма, открывающего каналы поступления средств для эмитентов, не имеющих достаточной истории бизнеса, значительных размеров активов (выручки), высоких финансовых результатов и т. п. Для компаний, размещающихся на фондовых биржах, издержки соблюдения требований регуляторов и бирж высоки. Если вводить аналогичные ограничения для фирм, размещающихся на платформах, то эмитенты просто не смогут позволить себе такой инструмент привлечения капитала [Bonini, Capizzi, 2019].

Анализируя риски краудинвестинга, следует учитывать, что инвесторы могут подвергаться некоторым из них в зависимости от того, является ли для них инвестиция на платформе разовым вложением в компанию, или это инвесторы, для которых инвестиционный процесс на платформе является постоянной деятельностью, как, например, для профессиональных фондов. С учетом этого риски раскрытия информации, ликвидности, диверсификации будут реализовываться

¹⁸ Солабуто Н. 2022. Краудинвестинг: что это и как работает — Финансовая азбука. *Финанс.Ру*. 15.12.2022. URL: <https://www.finam.ru/publications/item/kraudininvesting-cto-eto-i-kak-rabotaet-20221215-150400/> (дата обращения: 21.03.2023).

¹⁹ Волгин А. 2021. Что такое краудлендинг: разбираем плюсы и минусы. *РБК*. 21.08.2021. URL: <https://quote.rbc.ru/news/article/612772309a79471a8fb0a002> (дата обращения: 23.03.2023).

по-разному. Если инвесторы активно участвуют в краудинвестинге, то для них важно формирование портфеля эмитентов, в том числе из различных отраслей. Имеет значение и ликвидность вложений, поскольку они могут быть заинтересованы в продаже акций одних компаний и замене их на другие, чтобы иметь гибкость в управлении инвестиционным портфелем.

Что касается проблемы информационной прозрачности эмитентов на платформах, то активные инвесторы обычно имеют больший доступ к профессиональной оценке и анализу, чем «разовые» поставщики капитала. Для последних это — инвестирование в заинтересовавший их проект, т. е. они поставляют финансовые ресурсы для его реализации. У таких инвесторов, вероятно, возникает инвестиционный интерес к определенной компании конкретной отрасли, обладающей характеристиками, соответствующими их ожиданиям. К подобным характеристикам может относиться, например, интеллектуальный капитал команды менеджеров компаний, привлекающих ресурсы на платформе, включая уровень образования и социальные связи членов команды. Это повышает доверие со стороны инвесторов и имеет значение для снижения информационной асимметрии [Березинец, Ильина, Кляровская, 2021; Battaglia, Busato, Manganiello, 2022], так как в условиях неопределенности будущих финансовых потоков компаний интеллектуальный капитал основателей и топ-менеджеров служит индикатором потенциальной устойчивости и конкурентоспособности бизнеса. При таких целевых, «точечных» вложениях риск ликвидности и диверсификации не является столь актуальным, поскольку инвестиции рассматриваются скорее как вложения в проект, чем в акции, подлежащие дальнейшей продаже.

Если придерживаться позиции, что привлечение ресурсов через краудфандинг будет использоваться и в дальнейшем при проведении дополнительных раундов финансирования, то вложения инвесторов постоянно будут подвергаться размыванию (dilution). Это также касается рисков инвестирования посредством механизма акционерного краудфандинга. Будущие денежные потоки компании могут распределяться на все большее число инвесторов, что снижает потенциальную доходность вложений.

Характеристики краудинвесторов — участников процесса инвестирования на краудфандинговых платформах — рассматриваются далее.

КТО И С КАКОЙ ЦЕЛЬЮ ИНВЕСТИРУЕТ НА КРАУДФАНДИНГОВЫХ ПЛАТФОРМАХ

Кто же является теми инвесторами, которые при всех описанных рисках готовы вкладывать капитал в компании на краудфандинговых платформах? Как показывают мировая практика и современные исследования, инвестиции в частные компании на платформах в основном осуществляются непрофессиональными (неквалифицированными) инвесторами, которые имеют ограниченный доступ и недостаточный уровень компетенций для оценивания компаний-эмитентов и ри-

сков вложений [Kleinert, Volkmann, 2019]. В России ситуация аналогична — среди зарегистрированных на инвестиционных платформах инвесторов доля квалифицированных составляет лишь 6,7%²⁰. На конец 2021 г. число активных инвесторов на рынке краудфандинга увеличилось более чем вдвое. В начале 2022 г. их стало меньше, однако после относительной стабилизации финансовой ситуации, понижения ключевой ставки и инфляционных ожиданий их количество вернулось к уровню 2021 г. и составило 14 117, из которых 95% — физические лица²¹.

Анализ возможностей и рисков краудинвестинга подводит к тому, что мотивы инвестирования могут различаться для разных типов инвесторов. Признаки, по которым те или иные физические лица или организации подразделяются на категории краудинвесторов, могут варьироваться по странам в зависимости от регулятивной базы, но в целом подходы к классификации схожи.

Чаще всего среди инвесторов выделяют профессиональных и непрофессиональных. К профессиональным инвесторам относятся физические и юридические лица, которые обладают достаточными навыками, компетенциями, капиталом, чтобы осуществлять операции на рынке ценных бумаг с финансовыми инструментами и оказывать услуги, которые требуют определенной квалификации. Такое, в определенном смысле обобщенное, деление инвесторов на категории формализуется юридически через их отнесение к квалифицированным или неквалифицированным.

Для указанных типов участников рынка существуют требования регуляторов к соответствию категории квалифицированных инвесторов — это инвесторы «с особым статусом участника рынка ценных бумаг, который могут присвоить как частным лицам, так и организациям. Это отдельная категория инвесторов, у которой есть знания и опыт работы на рынке, а также финансовые возможности, позволяющие осознанно инвестировать в более рискованные активы»²². Для приобретения данного статуса необходимо соответствовать определенным требованиям²³. Квалифицированными инвесторами могут быть как организации, прежде всего финансовые институты и другие профессиональные участники рынка ценных бумаг, так и физические (частные) лица, удовлетворяющие конкретным критериям. В свою очередь, физических (частных) лиц, осуществляющих операции на финансовых рынках самостоятельно либо через финансовые институты, называют роз-

²⁰ Милькина А. Краудфандинг, краудлендинг и краудинвестинг: в чем разница и как они работают в России. *Банки.ру* (banki.ru). 07.11.2022. URL: <https://www.banki.ru/news/daytheme/?id=10975123> (дата обращения: 13.04.2023).

²¹ Обзор рынка краудфандинга в России. Информационно-аналитический материал. *Центральный банк Российской Федерации*. 2022. URL: http://www.cbr.ru/collection/collection/file/42097/crowdfunding_market_01_2022.pdf (дата обращения: 23.04.2023).

²² Хрисанфова А. 2022. Квалифицированный инвестор: кто это, в чем преимущества и как им стать. *РБК*. 23.07.2022. URL: <https://quote.rbc.ru/news/article/62a34de59a79470a02edaec2> (дата обращения: 15.03.2023).

²³ Требования к квалифицированным инвесторам в РФ см., например: Кто такой квалифицированный инвестор. *МОЕХ. Школа Московской биржи*. 26.04.2022. URL: <https://school.moex.com/articles/kto-takoj-kvalificirovannyj-investor> (дата обращения: 01.04.2023).

ничными инвесторами. Их следует делить на крупных частных клиентов с большим капиталом (high net worth) и мелких, рядовых инвесторов («обывателей»).

Именно розничных инвесторов прежде всего и относят к краудинвесторам. Они имеют особую мотивацию, стимулы, возможности для оценки объектов инвестиций [Ahlers et al., 2015]. Их отличие от других поставщиков капитала — квалифицированных, профессиональных инвесторов — состоит в том, что во многих случаях они не имеют финансового бэкграунда и возможности осуществлять деятельность, приносящую эмитентам добавленную стоимость после проведения раундов финансирования [Di Pietro, Prencipe, Majchrzak, 2018; Walthof-Borm, Schwienbacher, Vanacker, 2018; Vanacker, Vismara, Walthof-Borm, 2019]. Как отмечается в [Buttice, Vismara, 2022], вопрос о том, почему именно частные лица, а не другие категории участников рынка капиталов становятся краудинвесторами, до сих пор недостаточно изучен.

В настоящее время многие мелкие инвесторы имеют возможность вкладывать деньги в быстрорастущие компании и стартапы на ранних этапах их развития. Фактически они становятся розничными венчурными инвесторами, осуществляя вложения напрямую и индивидуально. Этот факт является важным достижением современных рынков [Drover, Busenitz, Matusik, 2017]. Такая диверсификация инвесторов позволяет повысить эффективность финансовых рынков [Buttice, Vismara, 2022]. Благодаря вовлеченности широких групп инвесторов важным преимуществом процесса акционерного краудфандинга становится возможность привлечения к публичному финансированию так называемых «периферийных» эмитентов, которые в ином случае не смогут выйти на рынки акций. Этот процесс, хотя и связан с повышенными рисками, знаменует собой новый тренд, названный в литературе повышением уровня включенности, инклюзивности (financial inclusiveness) новых эмитентов в финансовые рынки [Buttice, Vismara, 2022]. Необходимо подчеркнуть, что известный исследователь данной проблематики Д. Камминг и его соавторы пишут даже о снижении дискриминации эмитентов, в том числе по гендерному и этническому признаку [Cumming, Vanacker, Zahra, 2021].

Краудинвестинг — составляющая глобального процесса демократизации инвестирования, информации и процесса ускорения принятия решений. Современные форматы взаимодействия позволяют эмитентам общаться с гораздо более широким кругом инвесторов, особенно непрофессиональных, которые принимают решения, основываясь не только на рациональных мотивах.

Финансовый эффект — ожидаемая доходность — признается основным драйвером таких инвестиций [Cholakova, Clarysse, 2015]. Но, обсуждая интересы различных групп краудинвесторов на платформах, можно предположить, что финансовые мотивы будут преломляться для них по-разному. Для розничных инвесторов как на фондовых рынках, так и в краудинвестинге наиболее важной детерминантой решения о вложении в акции становится получение доходности в виде прироста стоимости акций и/или дивидендов.

С точки зрения нефинансовых мотивов, которые именно для непрофессиональных инвесторов имеют наибольшее значение, актуальна причастность к социально важным и инновационным проектам. Для профессиональных инвесторов, к которым относятся прежде всего венчурные инвесторы, фонды прямых инвестиций и другие институциональные инвесторы, важно уже на этапе вложений думать о приросте стоимости акций, ожидаемом на выходе (exit), т. е. о том, когда и с какой доходностью они могут реализовать часть своих акций в капитале компании. Для таких поставщиков капитала ликвидность вложений важна, но, как правило, в долгосрочном аспекте, в ожидании, что компания реализует потенциал осуществленных инвестиций и заработает прибыль. Соответственно, подход к анализу объекта инвестирования ввиду различия в интересах поставщиков капитала может быть разным.

В случае наличия доступа к финансовой модели эмитента при ее анализе розничный инвестор с большей вероятностью будет ориентироваться на размер ожидаемых дивидендов и на период, с которого компания начнет осуществлять выплаты. Предоставляя информацию таким инвесторам, целесообразно разъяснить, из чего складывается доходность — из дивидендов, которые периодически выплачиваются, и из того, что они получают в качестве прироста стоимости (upside), когда акции можно будет продать. При этом платформы предупреждают о возможных рисках. Так, Crowdcube отмечает, что не следует ожидать от инвестирования в акции на платформе регулярного дохода подобно тому, как он выплачивается на долговые финансовые инструменты²⁴.

Для профессиональных институциональных инвесторов кроме финансовых выгод имеет значение и участие в корпоративном управлении, влияние на деятельность компаний. Это реализуется в том числе посредством получения права голоса по ключевым решениям, а при высокой доле вложения — даже права вето. Надо полагать, что такие инвесторы будут вкладываться в компании на платформе только при ожидании повышенной доходности с премией к публичным рынкам. Оценка такой доходности возможна за счет наличия у них финансовой и операционной экспертизы, имеющихся потенциала и ресурсов, которыми они обладают для влияния на бизнес частной компании. Эти инвесторы заинтересованы в получении каких-то особых, «нечестных» (по мнению практиков рынка) условий на входе в компанию. Например, инвестор вкладывает капитал в компанию, чтобы профинансировать затраты на определенную сумму, с расчетом на то, что в будущем стоимость этой инвестиции вырастет и будет оценена, опираясь на фундаментальные и рыночные показатели. Однако при традиционном инвестировании на платформе, когда все поставщики финансовых ресурсов обладают равными правами доступа к акциям, размещаемым эмитентом, реализовать такой механизм достаточно сложно.

²⁴ Risk warning. Crowdcube. URL: <https://www.crowdcube.com/explore/risk-warning> (дата обращения: 15.02.2022).

Что может привлечь профессиональные фонды и других институциональных инвесторов на краудфандинговую платформу? Как отмечалось, платформа предоставляет информацию об эмитентах в рамках минимальных требований к раскрытию информации, которые, очевидно, ниже, чем требования к информационной прозрачности эмитентов на публичных рынках капитала. В этом случае у профессионального инвестора возникают вопросы о том, что стоит за этим эмитентом, почему он идет на платформу, а не напрямую взаимодействует с инвесторами. Ведь традиционными формами финансирования для частных компаний, особенно на ранних этапах развития, являются профессиональные инвесторы, специализирующиеся на данном виде рискованных альтернативных инвестиций.

Согласно теории иерархии (pecking order theory), после того как исчерпаны внутренние источники финансирования и средства, поступающие от семьи и друзей, следующей стадией привлечения капитала являются венчурные инвестиции [Kaplan, Lerner, 2017]. Затем на разных этапах развития способность фирмы привлекать венчурный капитал становится одной из ее ключевых компетенций [Bonini, Capizzi, 2019]. Для фирм, представленных на платформах, процесс поиска инвесторов более персонифицирован, чем для публичных корпораций.

Задача основателей команды — поиск заинтересованных инвесторов, которые смогут оценить потенциал эмитента. Многие из потенциальных покупателей специализируются в той же отрасли, что и эмитенты, и могут помочь не только деньгами, но и экспертизой, связями, компетенциями. Но когда компания приходит на платформу, непосредственная связь с каждым инвестором ослабляется и даже теряется, особенно если покупателей акций много. Среди экспертов существует мнение, что качество краудинвесторов недостаточно высокое. Квалифицированные инвесторы склонны вкладываться в компании напрямую, полагая, что на платформах представлены проекты низкого уровня, не прошедшие должную проверку, оценку и не получившие финансирование из других источников. Как представляется, это утверждение преувеличено, поскольку в настоящее время даже крупные фонды инвестируют на платформах. Все большие объемы краудфандинга обеспечиваются институциональными инвесторами [Coakley, Lazos, Linares-Zegarra, 2022]. Согласно [Zhang et al., 2018], инвестиции в кампании по акционерному краудфандингу в Великобритании, осуществленные профессиональными институтами, выросли с 5% в общем объеме финансирования в 2015 г. до 25% в 2016 г., а к 2017 г. составили уже 48%.

При скептическом отношении профессиональных инвесторов к эмитентам на платформах один из путей поиска привлекательных объектов инвестирования — периодический анализ инвестиционных предложений на платформах. При появлении объекта, попадающего в фокус их индустрии, можно попытаться войти в компанию на особых условиях, договариваясь с основателем, а не инвестируя капитал через платформу. Многие венчурные капиталисты, бизнес-ангелы, фонды прямых инвестиций и другие профессиональные инвесторы вкладываются в частные компании напрямую, через личные контакты и нетворкинг с предпри-

нимателями. Они могут рассуждать о том, что доходность, сравнимую с той, что можно получить при краудинвестинге, они способны достичь и на публичных рынках акций, причем при более низких рисках с учетом раскрытия информации о компании, финансовой отчетности, риска ликвидности, где нет необходимости в углубленной экспертизе, поскольку существует аналитическое покрытие публичных компаний со стороны финансовых институтов, консалтинговых фирм.

Однако вряд ли целесообразно рассматривать краудинвестинг только как процедуру сбора денег на реализацию проектов. Речь должна идти о жизненных циклах компании. Это становится очевидным, если отслеживать, как фирмы растут, изменяются, наращивают объемы привлечения капитала с каждым последующим раундом финансирования. Рост компаний происходит за счет перманентных инвестиций в них на платформах, и для многих эмитентов это процесс финансирования pre-ИРО. Согласно исследованию [Signori, Vismara, 2018], где изучалось поведение компаний-эмитентов на краудфандинговых платформах в период после привлечения инвестиций, 18% из них обанкротилось, а 35% привлекали дополнительный капитал, в том числе 9% — от фондов прямых инвестиций и венчурных инвесторов, 25% — за счет дополнительных раундов финансирования на платформах, а остальные — из иных источников.

Интересно отметить, что фирмы с более распыленной собственностью осуществляли дополнительные раунды привлечения капитала с меньшей частотой, а эмитенты, которые быстрее достигали сбора целевой суммы финансирования на платформе, с большей вероятностью организовывали дополнительные раунды. Кроме того, после достижения целевой суммы финансирования эмитенты привлекают больше инвестиций, поскольку инвесторы получают положительный сигнал о компании, когда минимальный порог сбора средств превышен [Касьянов, Ермоловская, 2019].

Идею краудинвестинга не следует рассматривать как привлечение инвесторов только в предпринимательские фирмы с новыми проектами, о чем заявляют исследователи и эксперты рынка. Поскольку большое количество компаний неоднократно приходит на платформы за финансированием [Signori, Vismara, 2018], необходимо смотреть на этот процесс более широко, как на постоянный канал привлечения инвестиций для развития компаний, а не как на отдельный инвестиционный проект. Отсюда и другой взгляд на мотивацию для инвесторов, отличный от того, согласно которому вложение в проект происходит лишь для получения определенной доходности в результате его реализации. Действительно, изначально концепция краудинвестинга была основана на том, что на платформы приходят небольшие компании для реализации инновационных проектов, привлекающие капитал от большого числа инвесторов, движимых идеей как доходности, так и вовлеченности в инновации [Ahlers et al., 2015]. Поэтому данный инструмент и рассматривался как привлекательный объект вложений для розничных инвесторов, но в дальнейшем он трансформировался в альтернативный актив, в котором заинтересованы в том числе и профессиональные участники рынка.

Финансовые мотивы инвестирования для любых категорий инвесторов аналогичны стимулам, движущим вложения в акции на публичных рынках капитала. Что касается нефинансовой мотивации, то сравнение с рынком акций показывает, что эмоциональные аспекты, в частности желание поддержать зарождающийся бизнес, развитие инновационного продукта и другие факторы, связанные с импактом, причастностью к чему-то значимому, оказывают незначительное влияние на инвесторов на фондовом рынке. Инвестор при вложениях в публичную компанию не чувствует себя способным контролировать компанию или рынок, который живет по давно сформировавшимся законам, управляемым в том числе институтами — финансовыми и инвестиционными компаниями, фондами, осуществляющими операции на финансовых рынках, влияющие на цены акций. Он ощущает себя в известной степени незащищенным и лишь следующим указаниям профессионалов рынка.

Чем отличаются ожидания при краудинвестинге? На первый взгляд, данная форма инвестирования не позволяет осознавать причастность к деятельности компании вследствие практически отсутствующих стандартов и практик корпоративного управления во многих компаниях-эмитентах, предъявления минимальных требований к эмитентам, сложностей с соблюдением прав инвесторов по участию в управлении. Кроме того, в процессе краудинвестинга ввиду возможности распыления инвестиций между большим числом инвесторов необходимость соблюдения интересов каждого не только розничного инвестора, но и отдельного фонда или института на входе в компанию как бы нивелируется, происходит распределение капитала, и при незначительных вложениях инвесторы вряд ли думают о возможности предоставления им особых условий.

Тем не менее в рамках этого противоречия присутствуют невидимые сигналы: с одной стороны, это трудности в доступе к реальному управлению эмитентом, с другой — ощущение причастности к инновациям, созданию чего-то нового и важного для людей, неосязаемая близость к возможности оказывать влияние. Так, увидев объявление о продаже сети детских садов для детей с особенностями развития, инвестор, у которого есть выбор рынка и объекта инвестирования, может принять решение о такой социальной инвестиции, несмотря на то что «практичнее» выглядит вложение в публичную IT-компанию с инновационным технологичным продуктом. Ряд профессиональных инвесторов, которые специализируются на таких социально значимых бизнесах, при сопоставимой доходности скорее будут вкладывать средства в то, что является импактом и может менять мир.

Такое видение и мотивация представляются оправданными, когда сложно дать рациональное объяснение вложениям с позиции ожидаемых финансовых результатов ввиду затруднений с прогнозированием денежных потоков, невозможностью подвести стандарты корпоративного управления частных компаний, тем более стартапов, к тем, что приняты в публичных обществах. Следовательно, если механизмы рационального инвестирования не работают, включается

эмоциональный фактор, когда инвесторы чувствуют вовлеченность в процесс, что тоже является мотивационным инструментом. Побудительной силой для инвесторов становятся факторы сопричастности, приверженности каким-либо ценностям (например, ESG), следование трендам, задаваемым инфлюенсерами, «боязнь не успеть» (FOMO — fear of missing out), личность фаундера и другие поведенческие мотивы.

Эмоциональный мотив инвестирования имеет значение и с позиции вовлеченности в соответствии с личными интересами инвесторов, например в области виноделия, искусства, культуры, образования и т. д. В данном случае решение о вложении в компанию основывается не столько на базе финансовой оценки, сколько на интересе в приобретении, пусть и небольшой, доли в бизнесе, соответствующем ценностям инвестора. Имеют значение и такие факторы, как стремление пережить позитивные эмоции при осуществлении вложений [Hopp, Kaminski, Piller, 2019], ощущение доверия к компании в отношении эффективности использования привлекаемых ею ресурсов [Wasiuzzaman et al., 2021].

Важно отметить, что успех эмитента в привлечении капитала от указанного типа инвесторов зависит и от того, насколько компания «прочитает» и использует этот эмоциональный аспект в настроениях инвестора, в частности, какой сторителлинг (storytelling) она предложит. Здесь имеет место этическая развилка между бизнес-риском идеи (заблуждение основателя и/или неспособность команды реализовать идею) и сознательным недобросовестным манипулированием поведением краудинвесторов, прежде всего непрофессиональных. Непосредственное взаимодействие компании с инвесторами, которое недоступно в ситуации публичного размещения акций, ослабляет в том числе и фильтры «доброе поведение предложения». Эта проблема касается и обсуждения рисков инвестирования на краудфандинговой платформе, связанных с информационной асимметрией.

Такая категория розничных инвесторов, как крупные частные клиенты (high net), как правило, инвестирует через профессиональных управляющих активами в различные виды финансовых инструментов публичного рынка и в альтернативные активы, следуя определенной инвестиционной стратегии. Побудить рядового (розничного) инвестора вкладывать в частные компании довольно сложно. Данные инвесторы менее склонны к риску по сравнению с квалифицированными поставщиками капитала [Goethner, Luettig, Regner, 2020]. Поэтому для них используются и другие факторы мотивации, которые для профессиональных инвесторов не столь актуальны. Кроме описанного выше ощущения причастности к инновациям и импакта, к эмоциональным сигналам к инвестированию для инвесторов «обывателей» относят пиар со стороны эмитента, освещение в медиа, социальных сетях, наличие привлекательной информации на самой платформе.

Сопоставляя краудинвестинг с инвестициями на рынке акций, трудно представить, чтобы инвесторы на фондовом рынке так реагировали на яркие картинки и рекламу в соцсетях. Эти сигналы не столь важны и для профессиональных инвесторов на рынке краудинвестинга, поскольку они используют другие каналы

информирования о деятельности и перспективах эмитентов. О важности указанных сигналов для краудинвесторов свидетельствует наличие значительного числа исследований, где изучается взаимосвязь между успешностью размещения и характеристиками проводимой краудфандинговой кампании (см., напр.: [Ahlers et al., 2015; Lukkarinen et al., 2016; Kleinert, Volkmann, 2019]).

С эмоциональными сигналами связан и «эффект толпы» (herding), которому следуют розничные инвесторы. Подобное поведение может быть как рациональным [Astebro et al., 2018] и опираться на собственный или имеющийся у коллег, друзей и партнеров успешный опыт инвестирования, так и иррациональным и изучаться в рамках психологии и поведенческой экономики. С рациональной точки зрения эффект толпы связывают с «мудростью толпы» (wisdom of the crowd) (см., напр.: [Giudici, Guerin, Rossi-Lamastra, 2020]), свойственной публичным рынкам акций, который, как предполагается, является «мудрым» и обладает средней формой эффективности.

В то время как отдельно взятый инвестор не обладает всем объемом информации, цены акций отражают всю публично доступную информацию и ожидания относительно будущего эмитентов. Однако специфика рынка краудинвестинга заключается в том, что публичная информация по малым и средним компаниям, размещающимся на платформах, ограничена, поэтому «мудрость толпы» в отношении данного инвестиционного инструмента также подвергается сомнениям [Cumming, Meoli, Vismara, 2021].

Согласно [Hornuf, Stenzhorn, Vintis, 2022, p. 4], «акционерный краудфандинг возник как новый класс активов для розничных инвесторов». Следует ожидать, что ввиду доминирования на платформах розничных покупателей акций в действие могут вступать другие стимулы и подходы к принятию решений. О способности краудинвесторов осуществлять отбор релевантных объектов инвестирования известно немного, поэтому на эту тему можно лишь строить предположения. Такие инвесторы в своем большинстве, как правило, сами не являются экспертами и не опираются на экспертную оценку в той степени, в какой это осуществляется в других типах инвестирования. Однако как раз во многом благодаря следованию «мудрости толпы» их решения нередко являются финансово обоснованными и приводят к получению высокого дохода.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Несмотря на наличие проблем и рисков, связанных с инвестированием в акции компаний на краудфандинговых платформах, перед краудинвестингом открыты широкие перспективы развития, а для исследователей и практиков рынка открыто широкое поле для изучения. Например, работа краудфандинговых платформ как индустрия, деятельность в качестве операторов рынка краудинвестинга с позиции их бизнес-моделей и финансовой устойчивости исследована недостаточно, поскольку на платформы возлагается большая ответственность. Именно

они должны стать маркетплейсом высокого уровня, который необходимо заполнить «качественными» эмитентами и профильными инвесторами. Требуется уделять особое внимание развитию их деятельности как отдельного сектора. Как отмечается в [Buttice, Vismara, 2022], при сходстве механизмов привлечения капитала — IPO и краудинвестинга — фактически для IPO исследователи фокусируются на изучении поведения участников фондового рынка, принимающих решения о покупке и продаже ценных бумаг. Меньше внимания отводится деятельности рыночных операторов, обеспечивающих инфраструктуру рынка.

На рынке акционерного краудфандинга деятельность онлайн-операторов — платформ — не менее важна, чем функционирование фондовых бирж. В настоящее время многие платформы не имеют достаточно развитой инфраструктуры, не обеспечивают ликвидность и не привлекают необходимое число эмитентов и инвесторов. Создание вторичного рынка, стимулирование роста ликвидности акций — актуальные и очень важные задачи платформ. Вместе с тем они фактически «вручную склеивают» сделки между инвесторами. Это большой вызов для платформ как маркетплейсов финансовых инструментов, когда они становятся мини-биржей или внутри них создается полноценная биржа. Требуется выход на новый уровень развития, предоставление возможности привлечения на рынок молодых компаний, в особенности из регионов, для которых затруднен доступ к финансовым ресурсам. Появление цифровых денег от центральных эмитентов (например, цифрового рубля), на наш взгляд, также может способствовать активизации процесса — увеличению прозрачности вложений для краудинвесторов, — поскольку позволит отслеживать заявленные цели компании при привлечении инвестирования (развитие продукта, маркетинг) и фактически понесенные затраты.

Следует создавать пайплайн проектов, для которых будет достаточное количество инвесторов. При таких условиях эмитенты смогут привлекать необходимые ресурсы, а инвесторы — диверсифицировать риски при формировании портфелей проектов и достигать ожидаемой доходности. Для реализации этих возможностей нужно помогать эмитентам экспертизой по оценке компаний и организации краудфандинговых кампаний, что требует значительных маркетинговых усилий.

Ввиду повышенных рисков, связанных с инвестициями на краудфандинговых платформах, существует необходимость дальнейшего развития сферы законодательного регулирования краудинвестинга. Специфика акционерного краудфандинга предполагает целесообразность разработки законодательных норм, отличных от регулирования других форм альтернативного инвестирования и других типов краудфандинга. Это касается и деятельности платформ как посредников во взаимодействии между эмитентами и инвесторами. Регулирование должно быть направлено на соблюдение баланса между доступностью данного инструмента финансирования для широкого круга потенциальных эмитентов — компаний малого и среднего бизнеса и уровнем защиты прав инвесторов.

Важно приблизить стандарты функционирования платформ к требованиям публичного рынка. В настоящее время это затруднительно, поскольку для частных компаний и ликвидность, и права инвесторов ограничены ввиду закрытости информации, отсутствия строгих требований по информационной прозрачности. Поэтому инвесторы, осознавая риск, всегда будут ожидать более высокую доходность на эти инвестиции, сравнивая ее с возможностями получения прибыли на публичных рынках акций, которые на долгосрочном горизонте обеспечивают не меньшую доходность при более низком риске. Таким образом, всем участникам рынка краудинвестинга и регуляторам необходимо работать над тем, чтобы наполнить его новым содержанием, создавая условия для дальнейшего развития данного механизма финансирования и инвестирования.

Литература на русском языке

- Березинец И. В., Ильина Ю. Б., Кляровская Н. А. 2021. Акционерный краудфандинг: детерминанты успеха компании при размещении на краудфандинговой платформе. *Вестник Санкт-Петербургского университета. Менеджмент* 20 (2): 131–164.
- Гамбеева Ю. Н., Кожухова Н. Н. 2019. Краудфандинг как инновационный финансовый инструмент цифровой экономики: национальные модели. *Государственное управление. Электронный вестник* 77: 6–32.
- Касьянов Е. Д., Ермоловская О. Ю. 2019. Современные аспекты акционерного краудфандинга. *Экономика и управление: проблемы, решения* 9 (3): 90–96.
- Спиридонова Ю. Е. 2018. Проблема поиска источников финансирования инвестиционных проектов. *Вектор экономики* 24 (6): 46–54.

References in Latin Alphabet

- Ahlers G., Cumming D., Günther C., Schweizer D. 2015. Signaling in equity crowdfunding. *Entrepreneurship: Theory and Practice* 39 (4): 955–980.
- Ahlstrom D., Cumming D., Vismara S. 2018. New methods of entrepreneurial firm financing: Fintech, crowdfunding and corporate governance implications. *Corporate Governance: An International Review* 26 (5): 310–313.
- Astebro T. B., Lovo S., Fernandez Sierra M., Vulkan N. 2018. Herding in equity crowdfunding. HEC Research Papers Series 1245. HEC Paris.
- Battaglia F., Busato F., Manganiello M. 2022. A cross-platform analysis of the equity crowdfunding Italian context: The role of intellectual capital. *Electronic Commerce Research* 22 (2): 649–689.
- Block J., Colombo M., Cumming D., Vismara S. 2018. New players in entrepreneurial finance and why they are there. *Small Business Economics* 50 (2): 239–250.
- Bonini S., Capizzi V. 2019. The role of venture capital in the emerging entrepreneurial finance ecosystem: Future threats and opportunities. *Venture Capital* 21 (2–3): 137–175.
- Bradford S. 2012. Crowdfunding and the federal securities laws. *Columbia Business Law Review* 2012 (1): 1–150.
- Buttice V., Vismara S. 2022. Inclusive digital finance: The industry of equity crowdfunding. *Journal of Technology Transfer* 47 (2): 1224–1241.
- Cholakova M., Clarysse B. 2015. Does the possibility to make equity investments in crowdfunding projects crowd out reward-based investments? *Entrepreneurship Theory and Practice* 39 (1): 145–172.
- Coakley J., Lazos A., Linares-Zegarra J. 2022. Equity crowdfunding founder teams: Campaign success and venture failure. *British Journal of Management* 33 (1): 286–305.

- Colombo M., Franzoni C., Rossi-Lamastra C. 2015. Internal social capital and the attraction of early contributions in crowdfunding. *Entrepreneurship Theory and Practice* **39** (1): 75–100.
- Cumming D., Martinez-Salgueiro A., Reardon R., Sewaid A. 2022. COVID-19 bust, policy response, and rebound: Equity crowdfunding and P2P versus banks. *Journal of Technology Transfer* **47** (6): 1825–1846.
- Cumming D., Meoli M., Vismara S. 2021. Does equity crowdfunding democratize entrepreneurial finance? *Small Business Economics* **56** (2): 533–552.
- Cumming D., Vanacker T., Zahra A. 2021. Equity crowdfunding and governance: Toward an integrative model and research agenda. *Academy of Management Perspectives* **35** (1): 69–95.
- Cumming D., Vismara S. 2017. De-segmenting research in entrepreneurial finance. *Venture Capital* **19** (1–2): 17–27.
- Daskalakis N., Karpouzis E. 2021. Exploring determinants in cross-border activity in equity crowdfunding and peer-to-peer lending, from a user's perspective. *Small Enterprise Research* **28** (3): 293–313.
- Di Pietro F., Prencipe A., Majchrzak A. 2018. Crowd equity investors: An underutilized asset for open innovation in startups. *California Management Review* **60** (2): 43–70.
- Dorfleitner G., Hornuf L., Weber M. 2018. Dynamics of investor communication in equity crowdfunding. *Electronic Markets* **28** (4): 523–540.
- Drover W., Busenitz L., Matusik S. 2017. A review and road map of entrepreneurial equity financing research: Venture capital, corporate venture capital, angel investment, crowdfunding, and accelerators. *Journal of Management* **43** (6): 1820–1853.
- Du L., Bartholomae F., Stumpfegger E. 2022. Success factors in equity crowdfunding — Evidence from Crowdcube. *Entrepreneurship Research Journal*. Published online, July 11, 2022. <https://doi.org/10.1515/erj-2021-0519>
- Elder B., Hayes S. 2021. Gather your crowd: A guide to equity crowdfunding. *Journal of Financial Service Professionals* **75** (2): 70–80.
- Giudici G., Guerin M., Rossi-Lamastra C. 2020. Elective affinities: Exploring the matching between entrepreneurs and investors in equity crowdfunding. *Baltic Journal of Management* **15** (2): 183–198.
- Goethner M., Luettig S., Regner T. 2020. Crowdfunding in entrepreneurial projects: Disentangling patterns of investor behavior. *Small Business Economics* **57** (2): 1–22.
- Hopp C., Kaminski J., Piller F. 2019. Accentuating lead user entrepreneur characteristics in crowdfunding campaigns — The role of personal affection and the capitalization of positive events. *Journal of Business Venturing* **11**: e00106.
- Hornuf L., Neuenkirch M. 2017. Pricing shares in equity crowdfunding. *Small Business Economics* **48** (4): 795–811.
- Hornuf L., Stenzhorn E., Vintis T. 2022. Are sustainability-oriented investors different? Evidence from equity crowdfunding. *Journal of Technology Transfer* **47** (2): 1662–1689.
- Isenberg D. 2012. The road to crowdfunding hell. *Harvard Business Review Blog*. URL: <https://hbr.org/2012/04/the-road-to-crowdfunding-hell/> (accessed: 20.03.2023).
- Kaplan S., Lerner J. 2017. Venture capital data: Opportunities and challenges. In: J. Haltiwanger, E. Hurst, J. Miranda, A. Schoar (eds). *Measuring Entrepreneurial Businesses: Current Knowledge and Challenges*, NBER Books. Chicago: University of Chicago Press; 413–431.
- Kleinert S., Volkmann C. 2019. Equity crowdfunding and the role of investor discussion boards. *Venture Capital* **21** (4): 327–352.
- Lukkarinen A., Teich J., Wallenius H., Wallenius J. 2016. Success drivers of online equity crowdfunding campaigns. *Decision Support Systems* **87**: 26–38.
- Shane S., Cable D. 2002. Network ties, reputation, and the financing of new ventures. *Management Science* **48** (3): 364–381.
- Signori A., Vismara S. 2018. Does success bring success? The post-offering lives of equity-crowdfunded firms. *Journal of Corporate Finance* **50** (C): 575–591.

- Vanacker T., Vismara S., Walthof-Borm X. 2019. What happens after a crowdfunding campaign? In: A. Parhankangas, C. Mason, H. Landström (eds). *Handbook of Research on Crowdfunding*. Cheltenham; Northampton, USA: Edward Elgar; 227–246. URL: <https://ssrn.com/abstract=3312800>
- Vismara S. 2016. Equity retention and social network theory in equity crowdfunding. *Small Business Economics* 46 (4): 579–590.
- Vismara S. 2022. Expanding corporate finance perspectives to equity crowdfunding. *Journal of Technology Transfer* 47 (6): 1629–1639.
- Walthof-Borm X., Schwiendbacher A., Vanacker T. 2018. Equity crowdfunding: First resort or last resort? *Journal of Business Venturing* 33 (4): 513–533.
- Wasiuzzaman S., Lee C., Hway Boon O., Pannir H., Hemata C. 2021. Examination of the motivations for equity-based crowdfunding in an emerging market. *Journal of Theoretical and Applied Electronic Commerce Research* 16 (2): 63–79.
- Yasar B. 2021. The new investment landscape: Equity crowdfunding. *Central Bank Review* 21 (1): 1–16.
- Zhang B., Ziegler T., Mammadova L., Johanson D., Gray M., Yerolemu N. 2018. *The 5th UK Alternative Finance Industry Report*. Cambridge: Centre for Alternative Finance (CAFE), University of Cambridge.

Russian Language References Translated into English

- Berezinets I. V., Il'ina Iu. B., Kliarovskaia N. A. 2021. Equity crowdfunding: Determinants of company's success on a crowdfunding platform. *Vestnik of St. Petersburg University. Management* 20 (2): 131–164. (In Russian)
- Gambееva Iu. N., Kozhukhova N. N. 2019. Crowdfunding as an innovative financial instrument of the digital economy: National models. *Gosudarstvennoe upravlenie. Elektronnyi vestnik* 77: 6–32. (In Russian)
- Kaš'ianov E. D., Ermolovskaia O. Iu. 2019. Modern aspects of joint-stock crowdfunding. *Ekonomika i upravlenie: problemy, resheniia* 9 (3): 90–96. (In Russian)
- Spiridonova Iu. E. 2018. The problem of finding sources of financing for investment projects. *Vektor ekonomiki* 24 (6): 46–54. (In Russian)

Статья поступила в редакцию 7 июля 2023 г.

Статья рекомендована к печати 9 августа 2023 г.

Контактная информация

Березинец Ирина Владимировна — канд. физ.-мат. наук, доц.; iberezinets@hse.ru

Ильина Юлия Борисовна — канд. экон. наук, доц.; jilina@gsom.spbu.ru

Бобров Константин Александрович — независимый исследователь, канд. экон. наук; cointino@yandex.ru

Копцев Владимир Сергеевич — vkoptsev@hse.ru

ALTERNATIVE INVESTMENTS: MOTIVES AND RISKS FOR INVESTORS ON CROWDFUNDING PLATFORMS

I. V. Berezinets¹, Yu. B. Ilina², K. A. Bobrov³, V. S. Koptsev¹

¹ HSE University,

20, ul. Myasnitskaya, Moscow, 101000, Russian Federation

This research has been conducted with financial support from Graduate School of Business, Higher School of Economics University (project No. 2022.004P).

² St. Petersburg State University,
7–9, Universitetskaya nab., St. Petersburg, 199034, Russian Federation
³ 50, ul. Marshala Zaharova, St. Petersburg, 198330, Russian Federation

For citation: Berezinets I. V., Ilina Yu. B., Bobrov K. A., Koptsev V. S. 2023. Alternative investments: Motives and risks for investors on crowdfunding platforms. *Vestnik of Saint Petersburg University. Management* 22 (3): 313–336. <https://doi.org/10.21638/11701/spbu08.2023.303> (In Russian)

With the development of financial markets and digital technologies, private companies are starting to actively use alternative financing tools, which, in turn, are becoming an alternative for investors to put money in traditional financial assets. Among these instruments, equity crowdfunding (crowdinvesting) plays a special role, an innovative method of financing through which issuers raise funds on online portals — crowdfunding platforms, and investors make investments in exchange for company shares. The subject of many academic and practical studies is the motives and risks of investing in this instrument. Due to the information asymmetry that exists between issuers and investors, the high uncertainty of future cash flows, the dominance of non-professional investors in the market, and a short history of the equity crowdfunding market, currently the issues of investors' motives and risks remain poorly studied and the results of research are mixed. The purpose of this study was to identify and analyze the motives for investing in shares of small and medium-sized businesses on crowdfunding platforms, the risks associated with them, and the relationship between investment motives and characteristics of investors and crowdfunding campaigns. The research methodology was based on a review of contemporary studies on the issues under consideration. Based on the academic concepts, the experience of experts in this field and the authors' own expertise acquired in the field of alternative investments, the authors put forward their own view building on the existing ideas. The results of the study are valuable for all participants of the equity crowdfunding process: issuing companies, investors, crowdfunding platforms. The authors contribute to the existing research on equity crowdfunding by proposing new approaches to identification of the motives of different categories of investors in relation to the factors which were not previously studied.

Keywords: alternative investments, equity crowdfunding, crowdinvesting, crowdfunding platforms, information asymmetry.

Received: July 7, 2023

Accepted: August 9, 2023

Contact information

Irina V. Berezinets — PhD in Physics and Mathematics, Associate Professor; iberezinets@hse.ru

Yulia B. Ilina — PhD in Economics, Associate Professor; jilina@gsom.spbu.ru

Konstantin A. Bobrov — Independent Researcher, PhD in Economics; cointino@yandex.ru

Vladimir S. Koptsev — vkoptsev@hse.ru