

DOI: 10.26794/2587-5671-2019-23-3-122-136

УДК 336.773(045)

JEL G14, G02, G24, D14, O16

Новые инструменты финансирования малого и среднего предпринимательства в России: краудинвестинг

И.А. Езангина^а, А.В. Евстратов^б

Волгоградский государственный технический университет, Волгоград, Россия

^а <https://orcid.org/0000-0002-9441-4401>; ^б <https://orcid.org/0000-0002-9719-7828>

АННОТАЦИЯ

Доступ к финансированию – фундаментальный фактор, определяющий возможности роста малого и среднего предпринимательства. Наряду с государственными формами поддержки субъектов данного сегмента бизнеса, а также традиционными банковскими продуктами развиваются механизмы частных инвестиций посредством становления и распространения платформ краудинвестинга. Они предполагают вовлечение средств населения как важнейшего рыночного агента. Цель работы – раскрыть ключевое значение институционального развития рынка краудфинансов и краудинвестинга как современного инструмента поддержки малого и среднего предпринимательства, воспроизводства сбережений населения и доходов профессиональных инвесторов. В исследовании использовались следующие научные методы и подходы: наблюдение, сравнение, аналогии, анализ, обобщение, метод экспертных оценок, системно-структурный подход. Дано авторское определение краудинвестинга. Определены три его основополагающие черты: коллективное микрофинансирование объекта из альтернативного набора стартапов, наличие промежуточного агента в виде удаленной платформы, финансовая возмездность. В доказательство становления мирового и отечественного рынка краудинвестинга охарактеризованы в динамике его состояние, показатели деятельности известных краудинвестинговых компаний. Выявлены ключевые преимущества краудинвестинга, факторы, стимулирующие рост его объемов в России, а также риски, главным образом связанные с недостаточным регулированием нового и быстроразвивающегося институционального механизма краудинвестинга. На примере конкретных сфер приложения капитала, мультифункциональности сервисов российских платформ, расширения круга инвесторов, вовлечения новых финансовых и технологических методов обмена и поддержки обозначена перспективная роль краудинвестинга как инструмента проектного финансирования в России. Предложенное исследование позволило обозначить ряд значимых направлений развития краудинвестинга в России. В работе актуализированы: выстраивание эффективной системы регулирования деятельности краудплатформ, в том числе через развитие инструментов саморегулирования, программы софинансирования краудпроектов со стороны институтов развития, работу регуляторной «песочницы», законодательное закрепление и поддержку реализации новых видов информационного и экономического взаимодействия на краудплатформах (не только в формате В 2В, Р2В, но и G2В, В 2G).

Ключевые слова: краудфинансы; краудинвестинг; проектное финансирование; малое и среднее предпринимательство (МСП); краудплатформа (площадка); стартап; краудинвестор; краудлендинг; инвестиционный риск; P2P-кредитование

Для цитирования: Езангина И.А., Евстратов А.В. Новые инструменты финансирования малого и среднего предпринимательства в России: краудинвестинг. *Финансы: теория и практика*. 2019;23(3):122-136. DOI: 10.26794/2587-5671-2019-23-3-122-136

New Instruments for Financing Small and Medium Enterprises in Russia: Crowdfunding

I.A. Ezangina^а, A.V. Evstratov^б

Volgograd State Technical University, Volgograd, Russia

^а <https://orcid.org/0000-0002-9441-4401>; ^б <https://orcid.org/0000-0002-9719-7828>

ABSTRACT

Access to financing is a fundamental factor determining growth opportunities for small and medium enterprises. Along with the state forms of support for the subjects of this business segment, as well as traditional banking products, private investment mechanisms are being developed through the establishment and extension of crowdfunding

platforms. They imply involving funds of population as the most important market agent. The aim of the article is to reveal the key importance of the institutional development of the crowdfunding and crowdinvesting market as a modern tool for supporting small and medium enterprises, reproduction of people's personal savings and incomes of professional investors. The following scientific methods and approaches were used in the study: observation, comparison, analogies, analysis, synthesis, method of expert assessments, system and structured approach. The authors' definition of crowdinvesting is given. Three fundamental features of crowdinvesting are defined: collective microfinancing of a project from an alternative set of startups, an intermediate agent in the form of a remote platform, financial retribution. To prove the development of the world and domestic crowdinvesting market, its condition and the performance indicators of well-known crowdinvesting companies are characterized in dynamics. The authors revealed the key advantages of crowdinvesting, factors stimulating of its volume growth in Russia, as well as risks, mainly associated with insufficient regulation of the new and fast-growing institutional mechanism of crowdinvesting. The important perspective of crowdinvesting as an instrument of project financing in Russia is highlighted on the example of specific scopes for investment, multifunctional services of Russian platforms, expanding pool of investors, new financial and technological methods of exchange and support. The study allowed identifying a number of key areas for crowdinvesting development in Russia. The work mainstreams: building an effective regulation system for crowdinvesting platforms, including through developing self-regulation tools, a co-financing program for crowdinvesting projects from development institutions, the work of the regulatory sandbox, legislative consolidation and support for implementing new types of information and economic interaction on crowdinvesting platforms (not only B 2B, P2B, but also G2B, B 2G).

Keywords: crowdfunding; crowdinvesting; project financing; small and medium enterprises; crowdinvesting platform (playground); startup; crowdinvestor; crowdlending; investment risk; P2P-lending

For citation: Ezangina I.A., Evstratov A.V. New instruments for financing small and medium enterprises in Russia: Crowdinvesting. *Finansy: teoriya i praktika = Finance: Theory and Practice*. 2019;23(3):122-136. DOI: 10.26794/2587-5671-2019-23-3-122-136

ВВЕДЕНИЕ

Общепринятое определение понятий «краудфандинг» и «краудинвестинг» в России отсутствует, поскольку эти дефиниции не являются юридическими. Регулятор в лице Центрального банка России реализует подход IOSCO (Международной организации комиссий по ценным бумагам), акцентирующий внимание на двух самостоятельных формах: инвестиционном и заемном краудфандинге.

Краудфандинг — это механизм привлечения заемных средств, совместного финансирования компаний или программ через интернет-площадки.

В данном исследовании под краудинвестингом понимается альтернативный способ коллективного венчурного микрофинансирования, предполагающий доленое вложение и возврат вложенных средств с выгодными процентами через промежуточного агента (интернет-площадку, платформу). Таким образом, речь идет об оптимизации размера издержек взаимодействия за счет упрощения процесса совершения трансакции посредством использования преимуществ автоматизированных платформ.

Подчеркивается, что краудинвестинг в меньшей степени (по сравнению с классическим краудфандингом) преследует альтруистические и общественные цели и одновременно в большей степени нацелен на финансирование коммерческих проектов, прежде всего малого и среднего предпринимательства (МСП), на возмездной основе [1].

СТАНОВЛЕНИЕ РЫНКА КРАУДФИНАНСОВ

Несмотря на законодательные ограничения разных стран, на сегодняшний день во всем мире насчитывается более 300 площадок краудинвестинга. При этом площадка реализует следующий возможный функционал:

- предоставление исключительно информационных услуг в пределах кредитного договора, договора купли-продажи ценных бумаг (акций/ облигаций);
 - сбор, с одной стороны, пула предприятий — заемщиков и, с другой стороны, — группы инвесторов. В данном контексте имеет место «потокное финансирование», при котором финансовые ресурсы индивидуального инвестора сбалансированно распределяются между заемщиками — участниками инвестиционного пула. Автоматизированная площадка формирует оценку будущих заемщиков, принимая решение о формировании субъектного состава пула. В дальнейшем платформа выполняет посредническую функцию, взаимодействуя с инвесторами по вопросам погашения базовой части долга, а также процентов, уплаты налоговых платежей;
 - формирование финансового результата с последующим нефинансовым вознаграждением.
- Вместе с тем площадки — это лишь один из способов привлечения инвесторов для стартапа. Многие компании используют для привлечения инвестиций собственный блог или партнерскую

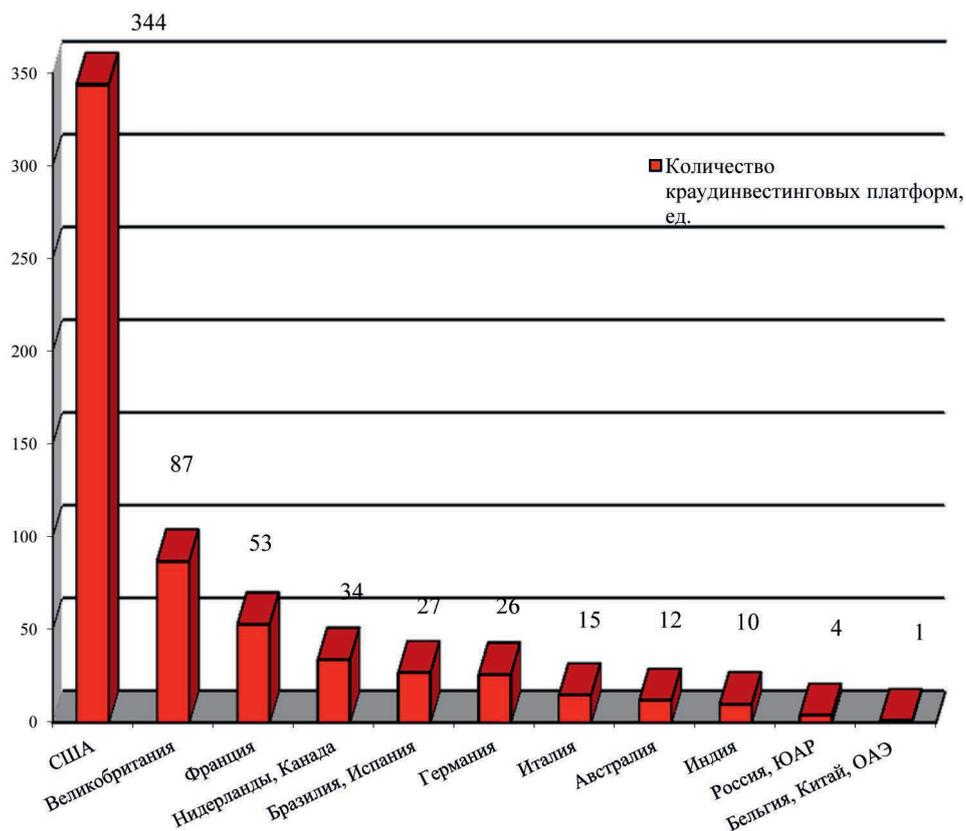


Рис. 1 / Fig. 1. Рейтинг стран по количеству краудинвестинговых платформ по состоянию на декабрь 2013 г. / Rating of countries by the number of crowdfunding platforms as of December 2013

Источник / Source: URL: http://www.infodev.org/infodev-files/wb_crowdfundingreport-v12.pdf (дата обращения: 15.05.2019).

программу («Додо Пицца», «SkyWay»). Участниками сделки в рамках краудинвестинга могут выступить: венчурные фонды, профессиональные инвесторы частного характера, бизнес-ангелы, государство (в России пока что эта сторона занимает последнее место среди участников, так как законов, регулирующих деятельность площадок, как таковых нет) [2].

Краудинвестинг — это не замена действующих финансовых институтов, это дополнительный инструмент, который встраивается в систему существующих и уже всем понятных продуктов [3]. Максимально краудинвестинг распространен в США (площадки EquityNet, AngelList, SeedInvest, Funders Club, CircleUP) и Великобритании (CrowdCube, Seedrs, Zora) (рис. 1).

Старт краудинвестинга как самостоятельной идеологии датирован 2012 г., чему способствовал подписанный президентом Б. Обамой нормативный документ — JOBS (Jumpstart Our Business Startups) Act. Последний легализовал инвестиционную деятельность непрофессиональных инвесторов — американских граждан [4]. Акт представлен Securities and Exchange Commission

(Комиссией по ценным бумагам и биржам США); подчеркивается вклад в его содержание экспертов из бизнес-сообщества, в частности Indiegogo, RocketHub, Kickstarter и прочих.

ОСОБЕННОСТИ И ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ КРАУДИНВЕСТИНГА В ЗАРУБЕЖНОЙ ПРАКТИКЕ ФИНАНСОВОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ

Для продвижения JOBS Act также были созданы неправительственная организация FINTRA, а также общественная структура CFIRA (Crowdfund Intermediary Regulatory Advocates).

В настоящее время оперативное функционирование краудинвестинговых и краудлендинговых площадок в США контролируется Комиссией по ценным бумагам и биржам. В 2013 г. платформа AngelList привлекла порядка 15 млн долл. США от частных инвесторов. В 2012–2018 гг. заемщиками в рамках краудинвестинговой системы финансирования стали:

- Glen Iron — 4 этапа финансирования, 2,1 млн долл. США, площадка ASSOB;

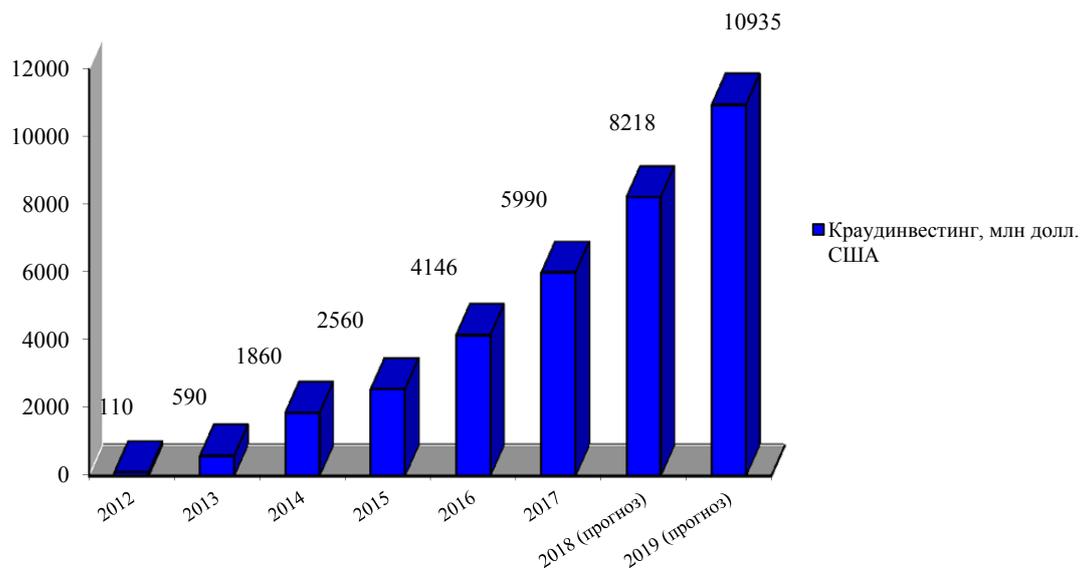


Рис. 2 / Fig. 2. Динамика краудинвестинга в мире в 2012–2019 гг. / Dynamics of crowdfunding in the world in 2012–2019

Источник / Source: URL: <http://www.cbr.ru/statichitml/file/18221/bojor.pdf> (дата обращения: 12.05.2019).

- Antabio — 207 краудинвесторов, 300 тыс. евро, площадка WiSeed, биотехнологический стартап;
- TalentBin — стартап, направленный на создание интернет-сети по привлечению молодых талантов; 2 млн долл. США, площадка FundersClub.

Примерами наиболее успешных краудинвестинговых площадок в Германии являются Seedmatch, Companisto, Innovestment, на долю которых приходится 85% рынка привлеченного краудкапитала и 82% финансируемых стартапов [5].

Динамика краудинвестинга в мире представлена на рис. 2.

В настоящее время в сфере финансовых инвестиций ситуация такова, что в сфере краудинвестинга закрываются как seed-раунды с размером заемных ресурсов в пределах 50 тыс. — 2 млн долл. США, так и более масштабные с позиции финансового оборота А-раунды. В последнем случае, поскольку речь идет об объеме привлеченных средств от 2 до 10 млн долл. США, объективна привлекательность инструмента для стартапов поздних стадий. В любом случае воспроизводство стартапов, превращение их в глобальную область предпринимательства рассматривается в качестве одной из важнейших задач развития инновационной экономики, формирования интеллектуального капитала государства [6]. В этих условиях краудинвестинг становится катализатором сфер, инвестиционно привлекательных для государства, заслуживающих финансовой поддержки с его стороны.

ИНСТИТУЦИОНАЛИЗАЦИЯ РЫНКА КРАУДИНВЕСТИНГА В РОССИИ

Первой платформой в России стал анонсированный в 2012 г. и закрытый в 2013 г. проект Smartmarket.net. В 2013 г. стартовали краудинвестинговые площадки VCStart (закрыта в 2015 г.), WeShare (деятельность приостановлена для перезапуска в будущем). В итоге к 2015 г. остались два проекта: платформа StartTrack и SearchFunds, а также открыта SIMEX — многофункциональная онлайн-платформа для обмена цифровыми активами и инвестиций в ICO проекты, краудинвестинг.

Сущность инвестиций на платформе SIMEX реализуется в инвестдоле — объеме прав требования инвестора к проекту, указанному в инвестиционной оферте. По своим инвестиционным долям инвестор получает опцион на долю в прибыли проекта. Основные методы инвестиций через SIMEX — это первичное приобретение инвестдолей напрямую от проектов и возможность вторичного приобретения инвестдолей через торги от других инвесторов. По инвестдолям осуществляется выплата дивидендов. Вкладчик может реализовать инвестдоли на вторичных торгах платформы SIMEX. При этом торговая комиссия на бирже составляет 0,1% от сделки (комиссию уплачивает мейкер и тейкер). Партнерское вознаграждение от сделки составляет 0,02%.

О значимости рынка краудфинансов свидетельствуют следующие факты (за период 2014–2017 гг.):

- 3,4 млрд руб. частных инвесторов;

- свыше 900 млн руб. аккумулированы венчурными проектами;
- 40 тыс. частных краудинвесторов;
- краудлендинг и краудинвестинг позволили профинансировать более 870 бизнес-проектов;
- организовано более 1 тыс. приоритетных рабочих мест;
- прирост ВВП за продвижения бизнеса на основе технологий краудинвестинга составил около 11,5 млрд руб.;
- налоговые поступления от созданного или профинансированного действующего бизнеса составили более 700 млн руб.¹

В этой связи к плюсам краудинвестинга объективно относим: возможность инвестирования небольших сумм, преимущества диверсификации, большой выбор проектов, вложение в несколько проектов одновременно, минимум формальностей для размещения средств, маркетинг компании и продукта, быстрота реализации (стартапы отличает фиксированный период, что, учитывая дислокацию многочисленных инвесторов, означает своевременное решение обозначенных задач) [7]. В рамках такой модели роль финансового посредника сводится к организационному соединению участников, в то время как инвестор формирует самостоятельно состав, структуру индивидуального инвестиционного портфеля, диверсифицируя риск потери вложений [8].

Главным преимуществом краудинвестинга в работе признается не столько формирование акционерных прав на компанию, сколько неимущественное и/или имущественное право требования получения доли прибыли, части товарного оборота, услуг. При этом подчеркивается независимость реализации такого права от прочих акционеров, что нивелирует риск корпоративных конфликтов по этой причине. Наконец, преимущество краудинвестинга перед остальными видами финансирования связываем с тем, что речь идет о финансировании собственных средств в капитал компаний, а следовательно, у инвесторов и собственно инициаторов продвижения стартапа формируется повышенная ответственность за организацию процесса.

Факторами, стимулирующими рост объемов краудинвестинга в России со стороны субъектов МСП, выступают:

- трудности получения инвестиционных средств в банковских институтах;
- недостаточное внимание к разработке альтернативных банковским и государственным инструментам финансирования МСП гражданами (физическими лицами);
- сложность привлечения средств для старта предприятия, не имеющего кредитной истории в традиционных финансовых организациях;
- недостаточное развитие (отсутствие) региональной инфраструктуры финансовых организаций.

В свою очередь, факторы успеха краудинвестинговой кампании исследователи из New Mexico State University (США) и Aalto University (Швеция) связывают с количеством инвесторов, целевыми показателями финансирования, продолжительностью кампании, предоставлением открытой финансовой информации и В 2С-ориентацией проекта [9, 10].

Вместе с тем проведенное авторское исследование позволило обозначить слабые стороны краудинвестинга:

- традиционные инвестиционные риски. Скоринговые системы анализируемых платформ находятся на достаточно низком уровне, что опосредует увеличение риска для кредиторов [11];
- отсутствие институциональных норм и контрольных требований (в частности, не регламентированы критерии и способы, которые гарантируют передачу средств инвестора в конкретный проект, не регламентированы способы регистрации права собственности на результат инвестирования);
- вероятность мошенничества (создание на базе платформы финансовой пирамиды);
- риск банкротства;
- субъективное позиционирование площадки (платформа для исключительно состоятельных инвесторов);
- сохраняющиеся национальные законодательные различия в области краудинвестинга, препятствующие перманентной глобализации данного сегмента рынка капитала;
- недостаточная финансовая грамотность населения: нежелание работать с заемными и инвестиционными средствами, неумелое планирование вложений и прогнозирование финансового результата;
- субъективное недоверие к электронной организации инвестиционного процесса через инструменты и механизмы действующих интернет-площадок;

¹ Новые инструменты привлечения финансирования для развития технологических компаний: практика использования и перспективы развития в России: аналитический доклад 2018 / New tools to attract funding for the development of technology companies: the practice of use and development prospects in Russia: an analytical report 2018. URL: <https://publications.hse.ru/mirror/pubs/share/direct/219492205>.

Таблица 1 / Table 1

Показатели развития краудинвестинга в России в 2015–2017 гг. / Indicators of crowdinvesting development in Russia in 2015–2017

Показатель	2015	2016	2017
Инвестиции в капитал, млн руб.	232	1505,5	1837,7
Количество профинансированных компаний	81	277	871
Количество инвесторов	105	1313	14466

Источник / Source: URL: <https://incrussia.ru/understand/infografika-kak-ustroen-rynok-kraudinvestinga-v-rossii/> (дата обращения: 12.05.2019).

- закрытость, низкая прозрачность рынка интеллектуального капитала России, закрытость (секретность) бизнес-информации, что опосредует трудности поиска и нахождения компании-реципиента и инвестиционного проекта [12].

Инвестируя средства в проект, необходимо спрогнозировать его успех. Отличительная особенность краудинвестинга в том, что инвесторы получают акционерную долю с объема реализованной продукции. При этом рост прибыли не ограничен и никак не фиксируется.

Следует обозначить три базовых вида краудинвестинга:

- роялти — является частью нефинансового вознаграждения. Кроме нефинансовых бонусов [продукта или услуги как результата деятельности бизнес-проекта (rewards)], спонсор получает долю от доходов проекта (финансирование музыкальных проектов, фильмов, игр);

- народное кредитование (краудлендинг) — ориентировано на выдачу кредита владельцу стартапа на развитие его идеи. Данный вид краудинвестинга отличает четкость разработки и доступность плана-графика возврата инвестиционного капитала;

- акционерный краудинвестинг — наиболее передовая форма краудфандинга, предполагающая наличие посредника в виде специализированной платформы, а в качестве роялти определенную долю собственности, владение акциями, дающее право голосования на общих собраниях и дивидендный выход.

Выделенные особенности акционерного краудинвестинга опосредуют финансовый и репутационный бизнес-интерес, предоставляя возможность субъектам, не функционирующим на организованном биржевом рынке, удобный и безальтернативный инструмент привлечения финансовых ресурсов для старта или расширения предпринимательства.

КРАУДИНВЕСТИНГ КАК ПЕРСПЕКТИВНЫЙ ИНСТРУМЕНТ ПРОЕКТНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ В РОССИИ

Подчеркиваем, что краудинвестинг следует признать особым инструментом проектного инвестирования в России, набирающим популярность. Доказательством выступают статистические материалы *табл. 1*.

Так, согласно информации *табл. 1* инвестиции в капитал по сравнению с 2015 г. в 2017 г. увеличились в 7,9 раза, количество компаний, которые результативно пользуются краудинвестинговыми площадками, возросло в 10,8 раза, а количество инвесторов, которые участвуют в финансировании проектов, — в 137,8 раза.

Таким образом, речь идет о привлекательности краудинвестинга как для субъекта инвестиций, так и для активного инвестора. По данным Ink, в 2017 г. наибольший объем основных видов сделок в сегменте бизнес-финансирования принадлежит инвестициям по договору займа (2,53 млрд руб.), меньший — инвестициям в капитал (1,04 млрд руб.): процентное соотношение составляет 90 на 10%, соответственно.

Проанализируем сферы деятельности, которые популяризуют данный способ инвестирования проектов (*табл. 2*).

Согласно данным *табл. 2* наибольшее количество компаний, которые используют краудинвестинг как способ инвестирования, сосредоточено в сфере оптовой и розничной торговли (суммарная доля составляет 47,58% потребителей рынка краудинвестинговых услуг). При этом инвестиции на сумму более 3 млн руб. привлекли 130 компаний против 937 компаний с объемом финансовых ресурсов менее 3 млн руб. Это свидетельствует о значимости данного вида финансирования для субъектов МСП.

Информация об основных краудинвестинговых площадках отражена в *табл. 3*.

Таблица 2 / Table 2

Сферы приложения капитала, в которых используется краудинвестинг / Scopes for investment where crowdinvesting is used

Вид торговой деятельности	Количество компаний	% от общего числа
Оптовая торговля	321	29,25
Розничная торговля	196	18,33
IT	91	8,55
Производство	38	3,58
Реклама	38	3,57
Строительство	44	4,13
Архитектура	15	1,43
Административно-хозяйственная деятельность	15	1,43
Услуги	65	6,09
Другое	252	23,64

Источник / Source: URL: <https://incussia.ru/understand/infografika-kak-ustroen-rynok-kraudinvestinga-v-rossii/> (дата обращения: 15.05.2019).

Таблица 3 / Table 3

Показатели деятельности основных краудинвестинговых компаний России / Performance indicators of the main crowdinvesting companies in Russia

Название площадки	Совокупный оборот, руб.	Объем инвестиций на одну компанию	Средний чек на одну компанию от инвестора	Среднее количество инвесторов в компании	Минимальный объем инвестиций, руб.	Комиссия площадки, %	
						для компании	для инвестора
StartTrack	1,498 млрд	22 млн	426 тыс.	52	3 млн	5,0	0
Город Денег	465,8 млн	1 млн	420 тыс.	2–3	50 тыс.	2,5–5,5	2,0
Поток	714,4 млн	520 тыс.	4,5 тыс.	115	100 тыс.	6,7	0
Venture Club	897 млн	13 млн	3,3 млн	4	3 млн	1,0–5,0	Клубная система с платным членством
Planeta.ru	760,2 млн	282 тыс.	1,5 тыс.	189	10 тыс.	10,0–15,0	0

Источник / Source: URL: <https://incussia.ru/understand/infografika-kak-ustroen-rynok-kraudinvestinga-v-rossii/> (дата обращения: 15.05.2019).

Следует выделить принципиальную особенность: совокупный оборот площадки не всегда опосредован количеством инвесторов. Так, «Поток» имеет среднее количество инвесторов 115 чел. При этом совокупный оборот составляет 714,4 млн руб., что на 20% меньше оборота Venture Club (4 инвестора).

Особую позицию на рынке краудинвестинга России занимает площадка Aktivio, специализирующаяся на инвестициях в коммерческую недвижимость. Aktivio предлагает новые возможности создания пассивного арендного потока для инвесторов, заинтересованных в приобретении недвижимости. Речь идет о вложениях в квадратные метры, которые сдаются в аренду сетевым супермаркетам. Каждый объект недвижимости проходит тщательный аудит юридической чистоты и доходности. Окончательное решение принимает инвестиционный комитет, состоящий из признанных экспертов рынка.

Объекты соинвестирования управляются независимой специализированной компанией и структурированы каждый в отдельности с помощью закрытых рентных паевых инвестиционных фондов. Один объект — один фонд. Независимая управляющая компания и специализированный депозитарий обеспечивает безопасность владения недвижимостью. Все объекты обособлены друг от друга и обязательств как Aktivio, так и управляющей компании. Таким образом, речь идет о смешении содержания такого известного финансового инструмента, как ПИФ, и акционерного краудинвестинга.

Работая в формате закрытого ПИФ (ЗПИФ), платформа Aktivio лишена возможности получения поддержки со стороны государства по Федеральному закону от 24.07.2007 № 209-ФЗ «О развитии малого и среднего предпринимательства в Российской Федерации».

В 2015 г. в формате В 2В появляется краудинвестинговая платформа Penenza. Старт проекта оказался настолько удачным, что осенью 2017 г. было принято решение расширить направление, охватив также и сегмент P2B (связан с предоставлением необеспеченных личных займов, где кредитором выступает неограниченный круг физических лиц, а заемщиком — бизнес). Вклад инвесторов-физлиц не превышает 15% от общего объема средств, который составляет более 1,3 млрд руб., инвестируемых через Penenza. Вместе с тем отмечен уверенный рост показателя: за 2018 г. совокупный портфель частных инвесторов на платформе вырос с 6 до 200 млн руб. Средний объем портфеля физлиц при этом составил 120 млн руб. и принес по итогу года более 30 млн руб. дохода инвесторам. Частные

инвесторы выдали российскому бизнесу займов на сумму более 1,2 млрд руб. (при этом портфель инвестора может оборачиваться на платформе несколько раз за счет краткосрочности займов).

Penenza предлагает инвесторам направить деньги на финансирование заемщиков (юридических лиц), принимающих участие в тендерах. Аналогичная направленность деятельности характерна для еще одной известной платформы краудинвестинга «МодульДеньги».

При этом с октября 2018 г., по причине изменений в нормативно-правовой базе (223-ФЗ и 44-ФЗ), отмечено повышение надежности инвестиций в займы на обеспечение заявки по тендеру. Обеспечение заявок по закупкам среди участников малого и среднего предпринимательства должно находиться на спецсчетах в одном из восемнадцати банков, определенных Правительством РФ (рис. 3).

Заключение специального соглашения краудинвестинговых платформ с банком означает реализацию объективного преимущества: момент вывода денег со специального счета контролирует сам банк. Благодаря этому минимизируется риск вывода займа на обеспечение заявки на расчетный счет заемщика.

Анализ показал, что работа инвестора на площадке Penenza сопровождается:

- относительно низким уровнем риска: вероятность просрочки — 0,4%, дефолта — 0,2%;
- уникальностью применяемой перекрестной скоринговой системы. В отличие от традиционных банковских систем, оценка платежеспособности заемщика проводится перекрестным образом по 400 критериям на основе информации открытых источников и из предоставленной заемщиком документации. Следует подчеркнуть, что доказательством развития платформами методологии оценки кредитоспособности заемщиков вступает и собственная скоринговая система LoanBerry;
- использование принципов овербукинга — уникальной системы, аналога кредитного плеча. Инвестор вкладывает деньги в заявки, сумма которых десятикратно превышает его депозит. В займе участвует только сумма депозита, но по заявкам, которые приняты заемщиком ранее.

РОЛЬ ИНВЕСТОРА И ФИНАНСОВЫХ ТЕХНОЛОГИЙ НА РЫНКЕ КРАУДФИНАНСОВ: СОВРЕМЕННЫЕ ТЕНДЕНЦИИ

Настоящее исследование позволило в качестве новаций рынка краудсорсинга выделить сотруд-

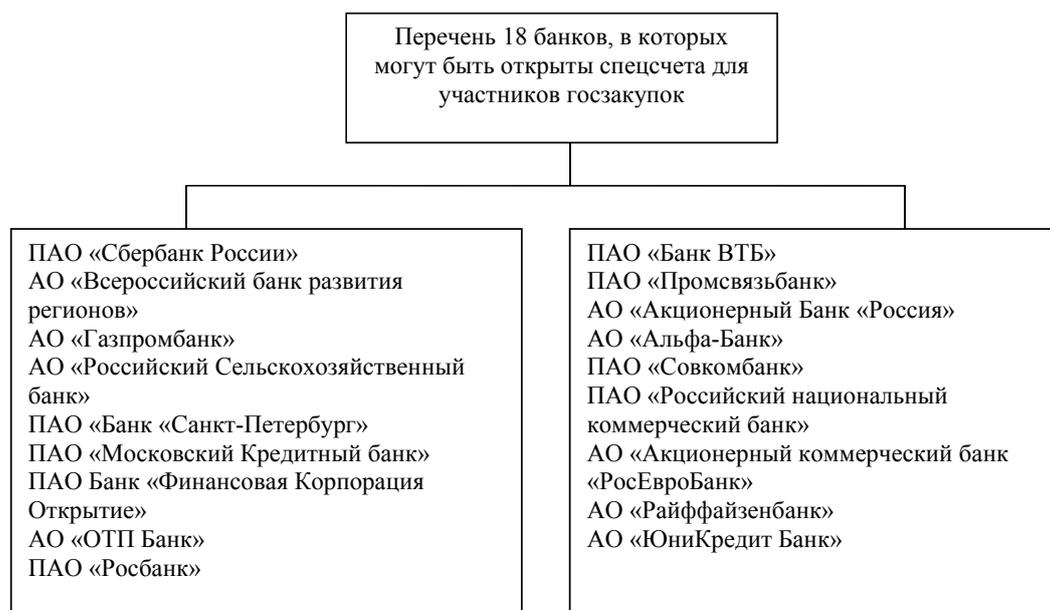


Рис. 3 / Fig. 3. Полный перечень кредитных организаций, на спецсчета которых вносятся предназначенные для обеспечения заявок деньги участников закупок по федеральным законам № 44-ФЗ и № 223-ФЗ / Complete list of credit institutions with special accounts where money intended for securing applications is deposited by participants in procurement under federal laws No. 44-FZ and No. 223-FZ.

Источник / Source: URL: <https://www.garant.ru/products/ipo/prime/doc/71890282/> (дата обращения: 15.05.2019).

ничество его платформ с некоторыми субъектами банковского сообщества.

Так, «Банк Уралсиб» предлагает клиентам воспользоваться услугами площадки StartTrack. Юридические лица — клиенты банка «Ак Барс» получили кредиты от инвесторов-физлиц площадки «Поток» на сумму около 6,5 млн руб. В составе субъектов инвестиционного портфеля 20 компаний, средства диверсифицированы равномерно, что повышает безопасность займов физических лиц. В I квартале 2019 г. планируется запуск ПАО «Сбербанк России» аналогичной платформы с целью развития направления P2B.

Предоставляя кредиты субъектам малого бизнеса, кредитоспособность которых оценивается не по классической методике, кредитный институт накапливает навыки работы на рынке финансовых технологий, дополнительную прибыль, формирует новый круг относительно лояльных заемщиков, оптимизирует размер и состав рисков кредитования [13]. Для электронных платформ, в свою очередь, расширение источников привлечения средств и направлений их вложения означает сокращение продолжительности финансового цикла, новые транзакции и приращение финансового результата [14].

Объективно инфраструктура кредитных отношений России требует развития в направлении формирования единого социально-экономического

комплекса, ориентированного на воспроизводство устойчивых связей финансово-кредитных институтов и субъектов рынка. Системная его организация должна способствовать оптимальному распределению многообразия форм кредитных ресурсов, сокращению транзакционных издержек функционирования банков, синхронизации кредитных связей между разными частями национального рынка.

Действительно, в перспективе на российском финансовом рынке краудинвестинга прогнозируется самостоятельное вложение капитала институциональными инвесторами (банками, частными и государственными фондами, финансовыми группами) в размещенные на площадках компании. Доля институциональных инвесторов в краудсекторе в США и Великобритании составляет соответственно 21 и 25% [15].

Кроме того, в финансовой системе этих государств широко известен подход, когда профессиональный институциональный инвестор (бизнес-ангел, акселератор, фонд) выполняет функцию командного лидера. Именно командный лидер, выступая гарантом надежности для других инвесторов, реализует взаимодействие с командой проинвестированного проекта, входит от лица инвесторов в совет директоров заемщика, организует профессиональную экспертизу. При этом, например в Syndicate Room (Великобритания),

рядовой инвестор покупает акционерную долю в компании, в которой уже обозначено присутствие крупного бизнес-ангела. Syndicate Room как одна из первых платформ акционерного финансирования по состоянию на начало 2019 г. аккумулировала финансирование на сумму 215 млн английских фунтов, взаимодействует более чем со 170 компаниями, представляющими 30 сфер приложения инвестиций, объединяет более 150 командных лидеров.

В среднесрочной перспективе краудинвестингу отводится знаковая роль в институциональном объединении на основе развития горизонтальных связей, ориентированных на финансовые и технологические методы обмена и поддержки. Среди факторов развития краудинвестинга выделяются: работа умных фондов (OpenLedger, ICOO), технологии блокчейн, криптовалюты.

Так, в 2017 г. использование краудтехнологий на блокчейн-платформе WAVES способствовало финансированию российского стартапа ZrCoin на сумму 7,07 млн долл. США от 3955 инвесторов. Стоимость сырьевого токена ZrCoin конвертируема со стоимостью килограмма диоксида циркония. Соответственно, заемные средства направлены на финансирование запуска двух производственных линий синтетического диоксида циркония общей мощностью 800 тонн в месяц. В ходе ICO (публичная продажа токенов) инвесторы вносили средства в лайткоин, биткоин, эфириум.

ICO ZrCoin (Initial coin offering), означая первичное предложение монет и позволяя некрупным компаниям избежать существенных брокерских платежей и поэтапной длительной процедуры листинга, выступил эффективным заменителем IPO (Initial Public Offering, первичного публичного размещения акций). Вместе с тем следует учитывать ограничения, принятые в ряде стран на ICO.

В США решением Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC) токен начиная с 2017 г. приравнен к ценным бумагам и подлежит регулированию соответствующим законодательством (первый пример токен проекта The DAO). Как следствие, площадки, иницирующие технологию ICO, перестраховываясь, блокируют доступ к участию с IP-адресов американского резидентства, объявляют о невозможности участия инвесторов США в краудинвестинге.

С другой стороны, для компаний с опережающими темпами развития, соответствующими критериальным показателями дохода и осваиваемыми технологиями IPO, в современном финансовом законодательстве США предусмотрен

льготный пятилетний период, в течение которого не выполняются общие требования аудита. Такая льгота зафиксирована в 404 разделе закона Сарбейнса–Оксли (Sarbanes-Oxley Act; закон, значительно ужесточивший с 2002 г. требования к финансовой отчетности американских компаний и к процессу ее подготовки).

Оценивая мировые масштабы ICO-инвестиций в проекты, отмечаем, что в 2017 г. их объем составил 1,266 млрд долл. США, что на 470,27% больше аналогичного показателя 2016 г. (222 млн долл. США), а также в 2 раза больше венчурного финансирования в проекты блокчейн и биткоин в 2016 г.

Повсеместное распространение цифровых технологий приводит к формированию платформенной экономики, где лидируют компании, функционирующие не в конкретной отрасли, а предоставляющие конечному потребителю комплексные услуги. Следует подчеркнуть необходимость дальнейшего развития мультифункциональности сервисов российских платформ. Полагаясь на зарубежный опыт, речь идет, в частности, о маркетплейсе стартап-вакансий, о тестировании вторичного рынка краудфинансов, о сервисах торговых рекомендаций и автоуправления портфелем. В результате формируются полноценные экосистемы для инвесторов и стартапов, служащие в перспективе основой глобализации краудплатформ [16].

Центром стратегических разработок в рамках аналитического доклада «Новые инструменты привлечения финансирования для развития технологических компаний: практика использования и перспективы развития в России» выделен ряд ключевых рисков сценариев развития краудфинансов, представленных на рис. 4.

ВЫВОДЫ

Значимыми подходами для регулирования краудфинансов и, в частности, краудинвестинга, в России следует признать:

- развитие инструментов привлечения традиционных (институциональных) инвесторов в финансовый механизм краудинвестинга при одновременном укреплении позиций непрофессиональных инвесторов [17];
- установление верхней границы инвестиций для непрофессиональных инвесторов. В данном направлении в рамках поручений Президента РФ по итогам совещания по вопросу использования цифровых технологий в финансовой сфере актуализировано решение вопросов классификации инвесторов, установления для наименее опыт-



Рис. 4 / Fig. 4. Ключевые рискованные сценарии развития краудфинансов / Key risk scenarios for the development of crowdfunding

Источник / Source: URL: <http://www.cbr.ru/statichhtml/file/18221/bojor.pdf> (дата обращения: 14.05.2019).

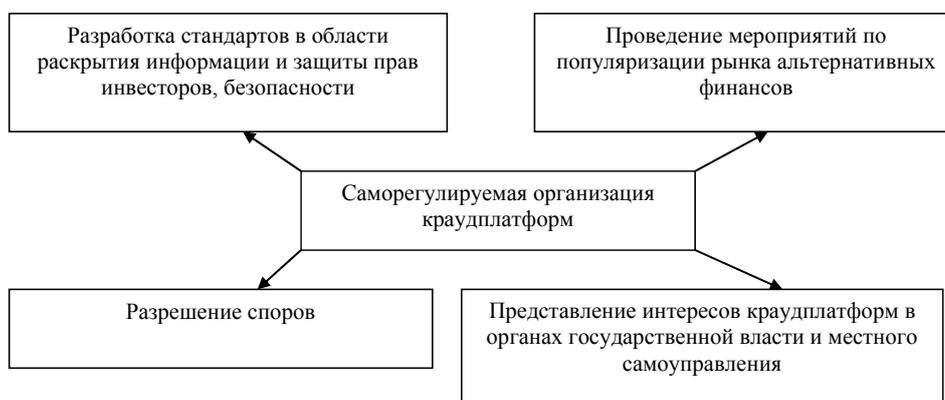


Рис. 5 / Fig. 5. Функции саморегулируемых организаций на рынке краудфинансов / Functions of self-regulatory organizations in the crowdfunding market

Источник / Source: URL: <https://www.csr.ru/wp-content/uploads/2018/05/Doklad-novye-dengi.pdf> (дата обращения: 15.05.2019).

ных предельного размера финансового участия в краудсделке. При этом важно учитывать размер доходов физических лиц — резидентов РФ, сопоставляя его с аналогичным показателем государств, где ограничения уже действуют;

- повышение открытости для инвесторов информации об общих и специфических рисках реализации проекта, финансируемого в рамках краудфинансирования;
- официальное (нормативное) продвижение модели All-Or-Nothing (альтернативы реализуемой модели Keep-it-All) для всех технологий краудфинансов. Платформа, представляющая интересы инвестора, ставит цель и не предоставляет организаторам проекта следующий транш, пока цель не достигнута;
- усиление механизма регулирования со стороны государства промежуточного участника

(платформы). В случае с краудплатформами речь не идет об использовании механизмов регулирования, уже разработанных применительно к инвестиционным фондам, кредитным организациям, в том числе банкам, рынку ценных бумаг. Для выстраивания продуктивной системы государственного регулирования важно учитывать децентрализованную финансово-экономическую природу краудфинансов, следовательно, поэтапное внедрение механизма их регулирования.

Так, Банком России рассматривается следующая последовательность действий:

- наблюдение и добровольное анкетирование площадок;
- формирование критериев их классификации и последующей регистрации на этой основе;
- представление отчетности и установление общих требований к финансовым показателям,

системе риск-менеджмента по каждой классификационной группе. Сейчас некоторые этапы (в частности, добровольное анкетирование краудфандинговых площадок) находятся в стадии реализации. При этом в государствах — лидерах развития краудфинансов актуализирована роль инструментов саморегулирования. Так, во Франции США, Японии, Великобритании краудплатформа, являющаяся членом саморегулируемой организации, формирует деловой имидж надежного института, чьи действия ориентированы на повышение доступности и качества финансовых услуг для населения. Создаваемый институт саморегулируемой организации в области краудфинансов должен нести ответственность за ряд мероприятий, обозначенных на рис. 5.

Важна активизация участия самих российских платформ в развитии нормативно-правовой базы их функционирования. Так, мировой опыт свидетельствует об активной политике известной платформы Symbid (Нидерланды), участвующей в координации голландского законодательства о краудфандинге. Действия нацелены в первую очередь на совершенствование стандартов в области краудфандинга акций. Инициативы включают совместное с Crowdsourcing.org и Европейской сетью Crowdfunding Network (ECN) продвижение Crowdfunding Accreditation for Platform Standards (CAPS). Symbid также является членом Европейской торговой ассоциации бизнес-ангелов (EBAN) [18];

- нормативное закрепление базовых понятий в области краудфинансов;
- разработка налоговых преференций для инвесторов краудплатформ по венчурным стартапам. Так, законодательство Великобритании ориентировано на предоставление налоговых вычетов инвесторам, вкладывающим ресурсы в молодые компании в области высоких технологий (The Enterprise Investment Scheme Tax Shelter). В английском законодательстве предусмотрен также налоговый вычет от размера подоходного налога (50% от стоимости приобретенных долей компании). Речь идет о Seed Enterprise Investment Scheme (SEIS). При этом регламентирован максимальный вычет — 150 тыс. фунтов стерлингов.

В Австралии известна совместная программа государственной организации Arts Tasmania и платформы в области краудфинансов Pozible (платформа для финансовой поддержки креативных идей и проектов). Стартапы, успешно аккумуля-

лирующие ресурсы на краудплатформе, получают дополнительно государственное финансирование (до 2 тыс. австралийских долларов).

В России среди предложений рассматривается освобождение услуг краудфандинговых платформ от НДС (по аналогии с профессиональными участниками рынка ценных бумаг);

- законодательная возможность продвижения краудтехнологий при финансировании инфраструктурных и прочих проектов с использованием механизма государственно-частного партнерства (ГЧП) и краудтехнологий (фандрейзинг);
- дальнейшее развитие экосистемы венчурного предпринимательства [19]. При этом большинство действующих фондов венчурного финансирования делают акцент на профессионалов с опытом в сфере высоких технологий. Подчеркиваем значимость привлечения и развития персонала финансовой специализации, для которых приоритетно решение многоаспектных вопросов участия в проектном капитале [20];

Повсеместное распространение цифровых технологий приводит к формированию платформенной экономики, где лидируют компании, функционирующие не в конкретной отрасли, а предоставляющие конечному потребителю комплексные услуги.

- принятие мер по продвижению альтернативных финансовых инструментов в деятельности существующих институтов развития (Фонда «Сколково», Агентства стратегических инициатив по продвижению новых проектов, Фонда развития интернет-инициатив, Российской венчурной компании, Внешэкономбанка, Федерального государственного бюджетного учреждения «Фонд содействия развитию малых форм предприятий в научно-технической сфере»). В данном контексте речь идет о предоставлении грантов, содействии краудфандинговых платформ социального характера;

- выработка принципов единой государственной политики в области поддержки и регулиро-

вания деятельности альтернативных механизмов финансирования. Сейчас невозможно включение институтов краудфинансов в бизнес-инкубаторы; отсутствуют программы софинансирования краудпроектов со стороны институтов развития. В данном направлении безусловный практический интерес имеет проект федерального закона «О привлечении инвестиций с использованием инвестиционных платформ» (инициирован Банком России и Министерством экономического развития); создан ряд рабочих групп, в которых полноправными членами выступили профессиональные участники рынка, в частности:

- рабочая группа при Минэкономразвития России по развитию краудфандинга, краудинвестинга и краудлендинга;

В США решением Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC) токен начиная с 2017 г. приравнен к ценным бумагам и подлежит регулированию соответствующим законодательством (первый пример токен проекта The DAO).

- рабочая группа Банка России по мониторингу, оценке потребительских рисков и разработке предложений по регулированию сектора краудфандинга. Вопросы государственной политики, в частности, обсуждались на площадке рабочей группы «Финтех», сформированной на базе Центра компетенций «Сколково» по

нормативному регулированию цифровой экономики.

В настоящий момент реализуется ряд мероприятий по переходу к целевой модели рынка, в том числе через работу регуляторной «песочницы». В рамках отмеченной модели функционирование платформы и ее эффективность определены соблюдением ряда критериев, установленных Банком России.

Опыт реализации модели имеют некоторые азиатские страны, в частности Сингапур. В этом государстве созданное Валютное управление (MAS) актуализирует регуляторный подход при оценке проектов в области краудинвестинга и P2P-кредитования. Регуляторная песочница позволяет инвесторам, организаторам и собственно платформам осуществлять инновации в области народного кредитования, соблюдая действующее законодательство (платформа FundedHere, альянс платформ FundedByMe, CoAssets и New Union). При достижении платформами целевого эффекта MAS предпринимает соответствующие регуляторные умеренные шаги. Принципы регуляторной песочницы и сертификации со стороны саморегулируемой организации (UK Crowdfunding Association) используются в Великобритании, во Франции (национальная ассоциация Financement Participatif France), в Японии (Japan Securities Dealers Association).

При этом государственная политика должна быть взвешенной и сбалансированной. Неоправданно завышенные требования и низкие лимиты по объемам сделок опосредуют отток потенциальных инвесторов, как следствие, стагнацию сектора и его исчезновение. Наконец, консервативное усиленное регламентирование и регулирование раскрытия проектной информации означает неоправданный рост административных издержек, снижение эффективности проектной деятельности.

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ

1. Grundy D., Ohmer C. German crowd-investing platforms: Literature review and survey. *Cogent Business & Management*. 2016;3(1):1138849. DOI: 10.1080/23311975.2016.1138849
2. Ларионов Н.А. Российская модель венчурного финансирования: состояние и пути развития. *Вестник Саратовского государственного социально-экономического университета*. 2014;(2):91–96.
3. Клещёва С.А. Краудфинансирование как инструмент инвестирования инновационного предпринимательства. *Экономика и банки*. 2017;(2):40–46.
4. Кузнецов В.А. Краудфандинг: актуальные вопросы регулирования. *Деньги и кредит*. 2017;(1):65–73.
5. Hornuf L., Schwiendbacher A. Funding dynamics in crowdinvesting. University of Trier. Research Papers in Economics. 2015;(9). URL: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/121440/1/836325559.pdf>
6. Зейналов А.А., Грузина Ю.М. Краудинвестинг как перспективный инструмент финансирования университетских стартапов как ранней стадии малых инновационных предприятий. *Экономические системы*. 2017;10(2):59–64.

7. Зейналов А.А., Грузина Ю.М., Ильенков Д.А. Анализ краудтехнологий в России и мире. *Управленческие науки в современном мире*. 2016;2(2):344–347.
8. Киевич А.В., Койпаш Д.А. Краудинвестинг как альтернативная модель финансирования инвестиционного проекта. *Экономика и банки*. 2016;(1):58–65.
9. Lukkarinen A., Teich J.E., Wallenius H., Wallenius J. Success drivers of online equity crowdfunding campaigns. *Decision Support Systems*. 2016;87:26–38. DOI: 10.1016/j.dss.2016.04.006
10. Фияксель Э.А., Соколов И.Н., Солохин А.А. Краудинвестинг. Обзор исследований и промежуточные результаты развития. *Инновации*. 2017;(7):42–54.
11. Суворов Н.С. Краудное финансирование как альтернативный источник финансового обеспечения предприятий малого бизнеса. *Вестник Воронежского государственного университета инженерных технологий*. 2016;(3):401–403. DOI: 10.20914/2310–1202–2016–3–401–403
12. Литвинцев Д.О. IPO инновационной компании как способ выхода из венчурного фонда в России. *Сибирская финансовая школа*. 2016;(5):137–141.
13. Schenk R. Crowdfunding goes crowdinvesting. München: GRIN Verlag; 2012. 32 p.
14. Кислицына Л.В., Суворов Н.С. Актуальные вопросы организации процесса финансирования предприятий малого бизнеса. *Baikal Research Journal*. 2016;7(4):7. DOI: 10.17150/2411–6262.2016.7(4).7
15. Ezangina I.A., Evstratov A.V., Jovanovic T.G. Challenges and perspectives for development of banking credit infrastructure in Russia. *International Journal of Economics and Financial Issues*. 2016;6(2):58–64.
16. Климович М.А. Цифровые технологии как драйвер структурного роста: возможности и перспективы. *Экономика и предпринимательство*. 2017;(12–3):1291–1295.
17. Дворецкая А.Е. Небанковское кредитование: краудсорсинг и его перспективы. *Банковское дело*. 2017;(4):20–29.
18. Schwienbacher A. Crowdinvesting in the Netherlands: Market analysis, securities regulation and policy options. Duisenberg School of Finance. DSF Policy Paper. 2015;(48). URL: <http://docplayer.net/36158729-Crowdinvesting-in-the-netherlands-market-analysis-securities-regulation-and-policy-options.html>.
19. Дробышевская Л.Н., Исаева Л.А. Развитие синдицированного инвестирования в России: роль крауд-технологий. *Экономика устойчивого развития*. 2016;(4):25–31.
20. Sazonov S.P., Ezangina I.A., Makarova E.A., Gorshkova N.V., Vaysbeyn K.D. Alternative sources of business development: Mezzanine financing. Scientific Papers of the University of Pardubice. Series D. Faculty of Economics and Administration. 2016;(37):143–155. URL: <https://docplayer.net/40204513-Alternative-sources-of-business-development-mezzanine-financing.html>

REFERENCES

1. Grundy D., Ohmer C. German crowd-investing platforms: Literature review and survey. *Cogent Business & Management*. 2016;3(1):1138849. DOI: 10.1080/23311975.2016.1138849
2. Larionov N.A. Russian model of venture financing: Current state and ways of development. *Vestnik Saratovskogo gosudarstvennogo social'no-ehkonomicheskogo universiteta = Vestnik of Saratov State Socio-Economic University*. 2014;(2):91–96. (In Russ.).
3. Kleshcheva S.A. Crowdfunding as an investment tool for innovative entrepreneurship. *Ekonomika i banki = Economy and Banks*. 2017;(2):40–46. (In Russ.).
4. Hornuf L., Schwienbacher A. Funding dynamics in crowdinvesting. University of Trier. Research Papers in Economics. 2015;(9). URL: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/121440/1/836325559.pdf> (In Russ.).
5. Zeinalov A.A., Gruzina Yu.M. Crowdinvesting as a promising tool for financing university startups as an early stage of small innovative enterprises. *Ekonomicheskie sistemy = Economic Systems*. 2017;10(2):59–64.
6. Zeinalov A.A., Gruzina Yu.M., Il'enkov D.A. Analysis of crowd technologies in Russia and in the world. *Upravlencheskie nauki v sovremennom mire = Managerial Science in the Modern World*. 2016;2(2):344–347. (In Russ.).
7. Kuznetsov V.A. Crowdfunding: Current regulatory issues. *Den'gi i kredit = Russian Journal of Money and Finance*. 2017;(1):65–73. (In Russ.).
8. Kievich A.V., Koipash D.A. Crowdinvesting as an alternative model of financing investment projects. *Ekonomika i banki = Economy and Banks*. 2016;(1):58–65. (In Russ.).
9. Lukkarinen A., Teich J.E., Wallenius H., Wallenius J. Success drivers of online equity crowdfunding campaigns. *Decision Support Systems*. 2016;87:26–38. DOI: 10.1016/j.dss.2016.04.006

10. Fiyaksel' E.A., Sokolov I.N., Solokhin A.A. Crowdfunding. An overview of the research and intermediate results of development. *Innovatsii = Innovations*. 2017;(7):42–54. (In Russ.).
11. Suvorov N.S. Crowdfunding as an alternative source of financial support for small business. *Vestnik Voronezhskogo gosudarstvennogo universiteta inzhenernykh tekhnologii = Proceedings of the Voronezh State University of Engineering Technologies*. 2016;(3):401–403. DOI: 10.20914/2310–1202–2016–3–401–403 (In Russ.).
12. Litvintsev D.O. IPO of an innovative company as a way to exit a venture fund in Russia. *Sibirskaya finansovaya shkola = Siberian Financial School*. 2016;(5):137–141. (In Russ.).
13. Schenk R. Crowdfunding goes crowdinvesting. München: GRIN Verlag; 2012. 120 p.
14. Kislitsyna L.V., Suvorov N.S. Topical issues of the small business funding organizational process. *Baikal Research Journal*. 2016;7(4):7. DOI: 10.17150/2411–6262.2016.7(4).7 (In Russ.).
15. Ezangina I.A., Evstratov A.V., Jovanovic T.G. Challenges and perspectives for development of banking credit infrastructure in Russia. *International Journal of Economics and Financial Issues*. 2016;6(2):58–64.
16. Klimovich M.A. Digital technologies as a driver of structural growth: Opportunities and prospects. *Ekonomika i predprinimatel'stvo = Journal of Economy and Entrepreneurship*. 2017;(12–3):1291–1295. (In Russ.).
17. Dvoret'skaya A.E. Non-bank lending: Crowdsourcing and its prospects. *Bankovskoe delo = Banking*. 2017;(4):20–29. (In Russ.).
18. Schvienbacher A. Crowdfunding in the Netherlands: Market analysis, securities regulation and policy options. Duisenberg School of Finance. DSF Policy Paper. 2015;(48). URL: <http://docplayer.net/36158729-Crowdfunding-in-the-netherlands-market-analysis-securities-regulation-and-policy-options.html>.
19. Drobyshevskaya L.N., Isaeva L.A. The development of syndicated investments in Russia: The role of crowd technology. *Ekonomika ustoichivogo razvitiya = Economics of Sustainable Development*. 2016;(4):25–31. (In Russ.).
20. Sazonov S.P., Ezangina I.A., Makarova E.A., Gorshkova N.V., Vaysbeyn K.D. Alternative sources of business development: Mezzanine financing. Scientific Papers of the University of Pardubice. Series D. Faculty of Economics and Administration. 2016;(37):143–155. URL: <https://docplayer.net/40204513-Alternative-sources-of-business-development-mezzanine-financing.html>.

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРАХ / ABOUT THE AUTHORS



Ирина Александровна Езангина — кандидат экономических наук, доцент, доцент кафедры менеджмента и финансов производственных систем и технологического предпринимательства, Волгоградский государственный технический университет, Волгоград, Россия

Irina. A. Ezangina — Cand. Sci. (Econ.), Associate Professor, Department of Management and Finance of Industrial Systems and Technological Entrepreneurship, Volgograd State Technical University, Volgograd, Russia
ezangirina@rambler.ru



Александр Владимирович Евстратов — кандидат экономических наук, доцент, доцент кафедры мировой экономики и экономической теории, заместитель декана факультета экономики и управления, Волгоградский государственный технический университет, Волгоград, Россия

Aleksandr V. Evstratov — Cand. Sci. (Econ.), Associate Professor, Department of World Economy and Economic Theory, Deputy Dean, Faculty of Economics and Management, Volgograd State Technical University, Volgograd, Russia
evstratov.mail@gmail.com

Статья поступила 10.02.2019; принята к публикации 20.05.2019.

Авторы прочитали и одобрили окончательный вариант рукописи.

The article was received on 10.02.2019; accepted for publication on 20.05.2019.

The authors read and approved the final version of the manuscript.