



ОРИГИНАЛЬНАЯ СТАТЬЯ



DOI: 10.26794/2220-6469-2026-20-1-57-68
УДК 336.64(045)
JEL G23, G24

Влияние институциональной среды на развитие акционерного краудфандинга в России: опыт Великобритании

П.А. Балунов^а, Ю.Б. Ильина^б

^{а,б} Санкт-Петербургский государственный университет, Санкт-Петербург, Российская Федерация;

^а ООО «Иматон» Профессиональный психологический инструментарий», Санкт-Петербург, Российская Федерация

АННОТАЦИЯ

Актуальность исследования обусловлена ростом популярности акционерного краудфандинга как альтернативного источника финансирования для малого и среднего бизнеса, а также необходимостью институциональной поддержки этого рынка в России. Цель данной статьи – выявление институциональных факторов, ограничивающих развитие акционерного краудфандинга в России, и определение успешных элементов зарубежной практики, применимых для совершенствования российского рынка. Методы: в исследовании используются актуальные результаты кросс-культурных исследований, проведенных на основе модели национальных культур Г. Хофстеде, проводится анализ системы правового регулирования, контрактных практик и рыночной статистики. Научная новизна работы состоит в теоретическом осмыслении акционерного краудфандинга как институционального явления, формируемого на пересечении культурных норм, формальных правил и контрактных практик. Статья развивает подход О. Вильямсона, демонстрируя его применимость к анализу специфики финансовых рынков. Результаты исследования: проведен сравнительный анализ институциональной среды для акционерного краудфандинга в России и Великобритании; выявлены отличия в выраженности базовых ценностных ориентаций, законодательном регулировании, формах контрактов и конкретных рыночных практиках. Описаны механизмы взаимосвязи институциональной среды и уровня зрелости рынка, сформулированы приоритетные направления трансформации действующих институтов. Практическая значимость: результаты анализа могут быть использованы регуляторами, платформами и законодателями при разработке механизмов повышения доступности и развития акционерного краудфандинга в России.

Ключевые слова: акционерный краудфандинг; новая институциональная экономика; инклюзивность институтов; культурные измерения Хофштеде; правовое регулирование; экономика контрактов

Для цитирования: Балунов П.А., Ильина Ю.Б. Влияние институциональной среды на развитие акционерного краудфандинга в России: опыт Великобритании. *Мир новой экономики*. 2026;20(1):57-68. DOI: 10.26794/2220-6469-2026-20-1-57-68

ORIGINAL PAPER

The Impact of the Institutional Environment on the Development of Equity Crowdfunding in Russia: The UK Experience

P.A. Balunov^a, Yu.B. Ilyina^b

^{а,б} Saint Petersburg State University, Saint Petersburg, Russian Federation;

^а "Imaton" LLC Professional Psychological Instruments, Saint Petersburg, Russian Federation

ABSTRACT

The relevance of this study is driven by the growing popularity of equity crowdfunding as an alternative source of financing for small and medium-sized enterprises, as well as the need for institutional support for this market in Russia. **The objective** of this article is identifying institutional factors that constrain the development of equity crowdfunding in Russia, as well as determining successful elements of foreign practices potentially applicable for development of the domestic market. **Methodology:** the study implies current cross-cultural research based on G. Hofstede's model of national cultures, analyses legal frameworks system, contractual practices, and market statistics. **Scientific novelty** lies in the theoretical

© Балунов П.А., Ильина Ю.Б., 2026

conceptualisation of equity crowdfunding as an institutional phenomenon shaped by the interaction of cultural norms, formal rules, and contractual practices. The article develops O. Williamson's approach, demonstrating its relevance for analysing specific features of financial markets. **Research results:** a comparative analysis is conducted of the institutional environment for equity crowdfunding in Russia and the United Kingdom. Key differences are identified in value orientations, regulatory regimes, contractual forms, and specific market practices. The article outlines the interrelated mechanisms of the institutional environment and the maturity level of the crowdfunding market and it shapes key directions for institutional transformation. **Practical significance:** the findings can be used by regulators, platform operators, and policymakers in designing mechanisms to improve accessibility and foster the development of equity crowdfunding in Russia.

Keywords: equity crowdfunding; new institutional economics; institutional inclusiveness; Hofstede's cultural dimensions; legal regulation; economics of contracts

For citation: Balunov P.A., Ilyina Yu.B. The Impact of the institutional environment on the development of equity crowdfunding in Russia: The UK experience. *The World of New Economy*. 2026;20(1):57-68. DOI: 10.26794/2220-6469-2026-20-1-57-68

ВВЕДЕНИЕ

Акционерный краудфандинг — это инструмент финансирования, посредством которого непубличные компании могут привлекать капитал частных инвесторов, передавая им долю в собственности [1]. Он является одним из наиболее распространенных видов краудфандинга наравне с донорским (безвозмездное пожертвование денежных средств), основанном на вознаграждении (приобретение приоритетных прав на пользование продуктом или символических подарков), и краудлендингом (предоставление денежных средств в виде займа под проценты) [2]. В 2025 г. общемировой объем глобального краудфандинга превысил 20 млрд долл.¹ Донорский краудфандинг чаще всего направлен на поддержку творческих и благотворительных начинаний. Краудфандинг, основанный на вознаграждении, используется для финансирования инноваций и предпринимательских проектов. Так, например, платформа Kickstarter с 2009 г. позволила собрать более 8,2 млрд долл. от 23,7 млн участников². В России наибольшей популярностью пользуется краудлендинг, дающий возможность привлекать займы компаниям малого и среднего бизнеса. По данным Центробанка, инвестиции в краудлендинг составляют три четверти от всех краудфандинговых инвестиций в период с 06.2024 по 06.2025³.

Привлекательность акционерного краудфандинга для инвесторов состоит в том, что участие в нем, по сравнению с публичным размещением акций на бирже, требует существенно меньших затрат и представляется достаточно простым процессом, доступным компаниям на самых ранних стадиях развития [3].

¹ URL: <https://www.thebusinessresearchcompany.com/report/crowdfunding-global-market-report>

² URL: <https://mystartupworld.com/kickstarter-projects-raised-over-8-2-billion/>

³ URL: https://cbr.ru/statistics/ifr/#a_159863file

В 2024 г. в России подобные сделки проводились на шести инвестиционных платформах, а общий объем привлеченных средств составил 2,405 млрд руб. Помимо этого, в реестр операторов инвестиционных платформ (ОИП) Центробанка в 2024–2025 гг. было дополнительно внесено не менее девяти платформ, направленных на коллективное инвестирование в бизнес. Еще несколько лет назад акционерный краудфандинг в России ограничивался несколькими организациями в год и в основном лишь упоминался в статьях, сегодня же это полноценный инструмент финансирования, доступный большинству компаний малого и среднего бизнеса, который постепенно становится реальной альтернативой привлечению капитала со стороны венчурных фондов или бизнес-ангелов.

Однако данный рынок в России, несмотря на успех последних лет, остается незрелым и все еще далеким от лучших мировых практик: инвесторы и компании сталкиваются с проблемами недостаточного регулирования, низкой информационной прозрачности, неготовности институтов, относящихся к данной сфере.

Исследование зарубежного опыта может быть использовано для лучшего понимания текущих проблем акционерного краудфандинга в России и определения путей его развития с учетом ее национальной специфики. Основываясь на четырехуровневой модели социального анализа О. Уильямсона [4], авторы данной статьи проводят сравнение институциональной среды для акционерного краудфандинга в России и Великобритании, являющейся признанным мировым лидером в этой сфере. Основными задачами работы выступают следующие:

- выявление отличительных особенностей институциональной среды двух стран на уровне неформальных институтов, формального законодательного регулирования и частных контрактов;
- описание влияния национальных особенностей на состояние рынка акционерного краудфандинга



динга и поведение инвесторов и компаний в России и Великобритании;

- выделение элементов институциональной среды Великобритании, которые могли бы способствовать развитию рынка акционерного краудфандинга в России.

Отмечая роль институтов как ключевой фактор, определяющий развитие акционерного краудфандинга, мы не отрицаем влияния других, имеющих иную природу (общий размер рынка, потенциально доступного для стартапов; различия в уровне благосостояния населения; особенности технологического развития и т.д.), однако (несмотря на очевидную значимость) они выходят за пределы фокуса данной статьи и требуют самостоятельного изучения.

Краткая характеристика рынка акционерного краудфандинга в России

По данным на июль 2025 г., в реестре Центробанка состоит 20 платформ, занимающихся привлечением денежных средств посредством прямого инвестирования в капитал непубличных компаний⁴. О проведении реальных сделок по итогам 2024 г. отчитались только шесть из них (табл. 1).

Как видно из табл. 1, больше всего средств привлечено с помощью двух крупнейших платформ: Rounds и Zorko.

Из 14 неактивных платформ 10 были зарегистрированы в течение 2024–2025 гг. и могут начать

⁴ URL: <https://cbr.ru/admissionfinmarket/navigator/oip/>

свою деятельность в ближайшее время. Примечательно, что в их числе — проекты таких технологических гигантов, как МТС и Т-банк — ООО «МТС Звёзды» и ООО «Т-ИНВЕСТ ЛАБ», что свидетельствует о повышении интереса к акционерному краудфандингу со стороны крупных игроков. В ближайшие годы стоит ожидать не только кратного увеличения объемов этой сферы, но и ее качественного развития, вызванного усилением конкуренции между текущими лидерами и новыми акторами.

Вход крупных IT-компаний на данный рынок мог бы радикально трансформировать всю систему, создав возможность синдицированных сделок с совместным участием институциональных и частных инвесторов, — зарубежные исследователи считают, что это один из эффективных инструментов преодоления проблемы асимметричной информации, позволяющий неквалифицированным инвесторам присоединиться к экспертизе профессиональных участников [5].

Акционерный краудфандинг в Великобритании

Акционерный краудфандинг за рубежом имеет значительно более длинную историю, чем в России. Две крупнейшие на сегодняшний день платформы в Великобритании — Crowdcube и Seedrs — были запущены в 2011 и 2012 гг. соответственно, а в 2017 и в 2018 гг. пивоварня Brewdog и финтех-сервис с русскими корнями Revolut стали первыми в мире

Таблица 1 / Table 1

Активные платформы акционерного краудфандинга в 2024 г. / Active ECF Platforms in Russia in 2024

Название	Юридическое лицо	Сайт	Дата регистрации в реестре	Объем сделок в 2024 г. (млн руб.)	Объем инвестиций на одного инвестора (тыс. руб.)
Rounds	АО «Раундс»	https://rounds.ru	12.05.2021	901,0	2935
Zapusk	ООО «Капитализация»	http://zapusk.tech/	18.02.2022	301,6	1042
Finmuster	АО «Оператор платформы ЭЦБ»	https://investment-platforma.com	04.03.2022	72,4	619
Bizmall	АО «Финансовая платформа БИЗМОЛЛ»	https://bizmall.ru	22.08.2022	30,7	407
Zorko	ООО «ПФЛ Новые инвестиции»	https://zorko-exchange.ru	14.02.2023	825	436
Brainbox.VC	АО «Брэйтбокс ВиСи»	https://brainbox.vc/	12.03.2023	274,7	108

Источник / Source: составлено авторами на основании годовых отчетов ОИП / compiled by the authors based on the annual platform operators' reports.

компаниями-единорогами⁵, прошедшими крауд-фандинговое финансирование [6].

В 2024 г. общий объем сделок акционерного крауд-фандинга в Великобритании составил 325 млн фунтов стерлингов⁶. При сопоставимом уровне ВВП у России и Великобритании (2,16 и 3,64 трлн долл., по данным на 2024 г.⁷) реальные объемы краудфандинга отличаются в 13 раз⁸.

Вместе с тем рынок акционерного краудфандинга в Соединенном Королевстве — это 3,7% от общего размера венчурных сделок за аналогичный период. Для сравнения, даже с учетом того, что венчурный рынок России переживает не лучший период и в 2022 г. сократился в 6 раз, в 2024 г. акционерный краудфандинг составил лишь 1,4% от объема сделок с участием венчурных фондов⁹.

Приведенные данные показывают, что различия в объемах не объясняются размерами экономик и общим уровнем развития системы венчурного финансирования. Опираясь на новую институциональную теорию и отталкиваясь от ее базового положения о том, что «институты имеют значение» [7], мы попытаемся выделить факторы успешности акционерного краудфандинга в Великобритании, а также исследовать возможности, способствующие его развитию в России.

Уровни социального анализа О. Вильямсона

Для систематического анализа институциональной среды в двух странах будем использовать классическую уровневую модель социального анализа, предложенную О. Уильямсоном [4] (табл. 2).

Каждый последующий уровень модели формируется под влиянием тех, что расположены выше. Таким образом, для того, чтобы понять непосредственное поведение участников рынка, выражающееся в совокупности сделок между ними (четвертый уровень), необходимо рассматривать его в более широком институциональном контексте.

Первый — базовый уровень — представлен совокупностью неформальных институтов, сложившихся в данном обществе. Несмотря на разнообразие и сложность объективного изучения, нам необходим простой инструмент сравнения их систем,

в качестве которого будем использовать шестифакторную модель национальных культур Г. Хофштеде, содержащую шесть основных измерений: (1) дистанция власти, (2) индивидуализм/коллективизм, (3) маскулинность/феминность, (4) избегание неопределенности, (5) долгосрочная/краткосрочная ориентация и (6) допущение/сдержанность [8].

Описание неформальных институтов России и Великобритании с использованием шести изменений позволяет получить представление об основных отличительных особенностях двух стран, а также выявить ключевые различия между ними. Многолетняя история эмпирических исследований по всему миру дает возможность опираться на оценки, полученные Г. Хофштеде и др. [8], как на весьма надежный источник, не имеющий аналогов в кросс-культурных исследованиях.

Второй уровень модели описывает совокупность формальных институтов, регулирующих поведение людей в рамках конкретного общества. В контексте данной статьи нас интересуют в первую очередь законодательные акты, регулирующие деятельность краудфандинговых платформ, определяющие права и обязанности всех основных участников рынка. В России — это Федеральный закон от 02.08.2019 № 259-ФЗ (259-ФЗ)¹⁰ «О привлечении инвестиций с использованием инвестиционных платформ и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации»; в Великобритании основы регулирования краудфандинга были сформированы FCA Policy Statement 14/4¹¹, вносящим изменения в существующую систему законодательства, описанную в FCA Handbook.

Формальные институты указывают общие правила игры, для реализации которых участникам рынка необходимы частные контракты, регламентирующие отношения между партнерами (3 уровень) [4]. В акционерном краудфандинге их роль выполняют договоры, заключаемые между инвестором и другими участниками рынка: инвестиционной платформой и финансируемыми компаниями.

Количество и общий объем сделок на рынке, о которых говорилось выше, составляют последний, четвертый уровень социального анализа — в данном исследовании он рассматривается как непосредственный результат воздействия вышележащих уровней.

⁵ Стартап с оценкой более 1 млрд долл.

⁶ URL: <https://www.beaurost.com/blog/uk-equity-crowdfunding/>

⁷ URL: <https://www.kommersant.ru/doc/7495952?ysclid=mczyznqs1h110830448>; <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?locations=GB>

⁸ Рассчитано авторами.

⁹ URL: <https://b1.ru/analytics/b1-dsight-venture-eurasia-2024-results-review/?ysclid=mlko1g65hn291391175>

¹⁰ URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_330652/

¹¹ URL: <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps14-04.pdf>

Таблица 2 / Table 2

Уровни социального анализа / Levels of Social Analysis

Уровень	Частота изменений	Нормативная задача
L1. Встроенность: неформальные институты, обычаи, традиции, нормы, религия	100–1000 лет	Сложно поддается расчету и целенаправленному изменению. Нормативная задача отсутствует
L2. Институциональная среда: формальные «правила игры», в частности: право собственности (государственные институты: судебная система, бюрократия)	10–100 лет	Правильная настройка институциональной среды. Экономия первого порядка
L3. Управление: «игра по правилам», в частности: контракты (согласование механизмов управления с транзакциями)	1–10 лет	Правильная настройка механизмов управления. Экономия второго порядка
L4. Распределение ресурсов и занятость: цены и объемы, согласование стимулов	Непрерывно	Правильная настройка предельных условий. Экономия третьего порядка

Источник / Source: [4].

Далее мы опишем сходства и различия между институциональной средой двух стран на каждом из уровней, а также механизмы, влияющие на реальное поведение участников рынка.

Анализ институциональной среды. Уровень неформальных институтов

На рисунке приводится сравнение профилей национальных культур России и Великобритании, сделанное с помощью типологии Г. Хофштеде [8–10] и анализа Института социологии РАН, проведенного в 2010 г. (факторы 1–4) [11]. Используемые результаты существенно отличаются от данных оригинального исследования Г. Хофштеде, проведенного в конце XX в., и в большей степени отражают культурные трансформации, произошедшие в российском обществе с тех пор. Изучение факторов 5 и 6 проводилось уже в XXI в., что делает их более применимыми к современным российским реалиям.

Одним из наиболее фундаментальных показателей национальной культуры является дистанция власти. Как отмечает Г. Хофштеде, «власть сохраняется только там, где ей соответствует подчинение» [8]. В странах с высокой дистанцией власти большая часть населения фактически исключена из участия в жизни общества, в то время как равенство его членов и проницаемость социальных слоев — признак низкой дистанции власти.

Данный показатель можно рассматривать как культурную основу формирования инклюзивных или, напротив, экстрактивных институтов. Как было показано Д. Асемоглу и Дж. Робинсоном, преоблада-

ние инклюзивных институтов связано с экономическим ростом, а экстрактивные институты лишают большую часть населения стимулов к инвестициям в физический и человеческий капитал, технологии и организацию производства, приводя к стагнации [12]. На уровне ценностных установок, как для России, так и для Великобритании, характерна низкая дистанция власти, что создает основу для формирования инклюзивных институтов. Однако это в боль-

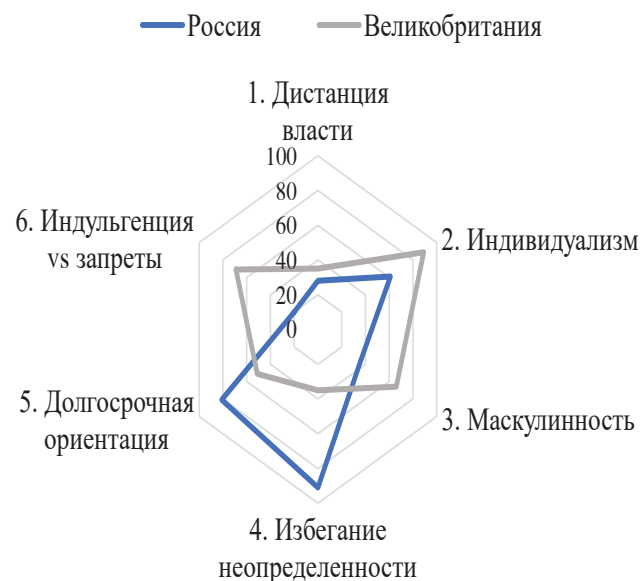


Рис. / Fig. Сравнение профилей национальных культур России и Великобритании / Comparison of National Culture Profiles of Russia and UK

Источник / Source: составлено авторами / compiled by the authors.

шей степени зависит от политической воли элит, а не от предпочтений членов общества в целом [13].

С самого своего появления краудфандинг формировался как инструмент повышения инклюзивности финансов, создающий новые возможности для компаний, которые традиционно сталкиваются с трудностями привлечения венчурного финансирования [14], а также впервые открывающий частным лицам с минимальным капиталом доступ к прямому инвестированию в компании на ранних стадиях развития [15]. В Великобритании идея инклюзивности сохраняется до сих пор, а две крупнейшие платформы Seedrs и Crowdcube позволяют инвестировать от 10 фунтов, обеспечивая равную возможность участия вне зависимости от уровня благосостояния. В России, вопреки своему предназначению, акционерный краудфандинг ориентирован не на толпы обывателей, а на достаточно ограниченную группу высокообеспеченных людей, многие из которых — квалифицированные инвесторы. Из шести действующих платформ только Brainbox.VC напоминает классический краудфандинг — остальные размещают предложения с порогом входа в среднем от 100 тыс. руб. и выше (табл. 1).

Таким образом, в отличие от Великобритании, акционерный краудфандинг в России характеризуется преобладанием экстрактивных институтов. Низкая доступность данного инструмента для большей части населения искажает изначальный смысл краудфандинга и представляет собой серьезную проблему, препятствующую развитию рынка.

Одной из отличительных особенностей российской ментальности, обуславливающей ее промежуточное положение между странами Востока и Запада, является главенство долгосрочной ориентации, непосредственно связанной с преобладанием долгосрочных инвестиционных стратегий [16]. Можно ожидать, что данная особенность — позитивный фактор, способствующий развитию акционерного краудфандинга, характеризующегося крайне низкой ликвидностью инвестиций и длительным периодом ожидания дохода. Однако для россиян (в отличие от жителей большинства стран Запада) характерен крайне высокий уровень избегания неопределенности — они предпочитают менее рискованные инвестиции с постоянной доходностью, чаще покупают драгоценные металлы и реже инвестируют в акции [17].

По данным ряда зарубежных исследований, инвестиции посредством акционерного краудфандинга имеют ярко выраженный альтруистический и коллективистский компоненты. С одной стороны, инвесторы стремятся внести вклад в развитие общества [18], поддержать компании, которые им нравятся, разделить

их успех [19], а с другой — стать членами сообщества, встретить единомышленников [19]. Именно люди, склонные к социальному взаимодействию, активно инвестируют в подобные проекты [20]. Можно ожидать, что высокий уровень коллективизма, присущий нашему обществу, мог бы положительно сказываться на распространении краудфандинга в России. Однако ключевую роль здесь играет проблема экстрактивности: за рубежом это в большинстве своем частные лица, инвестирующие скромные суммы в качестве развлечения [1]. В России, из-за низкой доступности акционерного краудфандинга для инвесторов с ограниченным капиталом, основными участниками рынка становятся высокообеспеченные люди, рассматривающие инвестиции в первую очередь как источник дохода и уделяющие существенно меньше внимания нефинансовым мотивам. Таким образом, в условиях высокой экстрактивности существующих институтов потенциальный положительный эффект от преобладания коллективистских ценностей нивелируется.

Со стороны финансируемых компаний ключевой фактор, стимулирующий рынок венчурных инвестиций в целом и акционерного краудфандинга в частности, — общий уровень инновационности в экономике. Существующие исследования по данной теме весьма противоречивы: единственным положительно значимым является преобладание индულгенции над сдержанностью [21–25]. Маскулинность также играет роль — в этом смысле культура Соединенного Королевства представляет собой более благоприятную почву для развития инноваций, что подтверждается при сравнении национальных индексов инновационности, рассчитанных Всемирной Организацией Интеллектуальной собственности в 2024 г.¹²: из 133 стран в списке Великобритания заняла 5-е место, а Россия — 59-е.

Однако в целом в России достаточно благоприятная культурная среда для развития акционерного краудфандинга по собственному сценарию — этому способствует долгосрочная ориентация в сочетании с коллективистскими ценностями.

Ключевой же проблемой является ярко выраженная экстрактивность существующих институтов, проявляющаяся в низкой доступности акционерного краудфандинга для рядовых граждан. Сама идея основана на инклюзивности и массовости. Вовлечение большого количества инвесторов — необходимое условие для полноценного функционирования

¹² URL: <https://www.wipo.int/web-publications/global-innovation-index-2024/en/>



данного рынка, без этого он теряет свои ключевые преимущества и превращается лишь в более технологичную версию ангельского инвестирования.

Уровень формальных институтов

В то время как некоторые нормы и обычаи возникают в обществах органически (в ходе постепенного эволюционного процесса), другие формируются целенаправленно и закрепляются в виде предписаний. Утверждение единых и четких «правил игры» обеспечивает существенное снижение транзакционных издержек [26].

В Великобритании подобное регулирование осуществляется с 2014 г. и характеризуется в отечественной литературе как либеральное [27], нацеленное на поэтапное введение ограничений и защиту прав потребителей [28]. Таким образом, подобный опыт может быть использован для выявления возможных направлений совершенствования отечественной системы регулирования.

Точкой отсчета законодательного регулирования акционерного краудфандинга в России можно считать 259-ФЗ. Согласно данному закону, деятельность по привлечению коллективных инвестиций в России требует предварительной регистрации компании в реестре операторов инвестиционных платформ, поддерживаемом Центробанком. К ОИП также предъявляются повышенные требования, касающиеся прозрачности деятельности и раскрытия информации, включая: сведения об основных акционерах и органах управления, список основных правил (формы договоров, заключаемых с инвесторами и компаниями; требования к участникам; способы инвестирования; система вознаграждения и т.д.), годовую и специальную отчетность о деятельности оператора с указанием общего объема привлеченных инвестиций, количества инвесторов и кампаний, а также среднего объема инвестированных средств на одного участника.

Помимо этого, на платформе должны раскрываться сведения о финансируемых компаниях и планируемых выпусках в рамках краудфандинговых кампаний, включая описание рисков для инвесторов.

Однако указанная информация может давать только самые общие представления о качестве инвестиционного предложения, в то время как некоторые формулировки остаются весьма размытыми. В результате возникает возможность для сохранения значительной информационной асимметрии между финансируемой компанией и ее потенциальными инвесторами [29]. Эта проблема описывается как крайне острая в работах российских [15, 30, 32] и зарубежных авторов [1, 31].

Кроме того, в российском законодательстве указывается, что собственный капитал ОИП должен быть не менее 5 млн руб., и они (за исключением отдельных случаев) не имеют права параллельно заниматься иной финансовой деятельностью и иметь в составе управляющих органов лиц, признанных экстремистами или банкротами; дисквалифицированных, судимых по экономическим статьям, а также тех, у кого нет высшего образования.

Компании, привлекающие инвестиции, в свою очередь, не могут иметь руководителей, признанных экстремистами, с судимостью, дисквалификацией или банкротством. При этом для фирм, не являющихся публичными акционерными обществами, действует ограничение на годовое привлечение инвестиций на общую сумму не выше 1 млрд руб. В целом, данные меры являются необходимым минимумом, но в отсутствие тщательной проверки эмитентов не являются реальной защитой от введения инвесторов в заблуждение или недобросовестного использования полученных инвестиций [30].

Чтобы обезопасить розничных инвесторов, ОИП следует получить от них подтверждение, что они ознакомились со всеми рисками и принимают их. Для неквалифицированных инвесторов действует ограничение, устанавливающее максимальный объем инвестиций — 600 тыс. руб. в год.

В целом, законодательное регулирование краудфандинга в России в значительной степени унаследовало нормы, сложившиеся в Великобритании за годы поэтапного развития законодательства (PS14/4, PS18/14, PS19/14, PS20/9, PS22/10, PS25/10).

За деятельностью краудфандинговых платформ в Великобритании следит Управление по финансовому регулированию и надзору (FCA), у которого имеются сведения об их наименовании, местонахождении; данные об основных акционерах и т.д. (PS14/4). Платформы, в свою очередь, для каждого инвестиционного предложения обязаны проводить предварительную проверку и раскрывать существенную информацию о финансируемой компании, ее ключевых акционерах, бизнес-модели, нематериальных активах, финансовых результатах деятельности, ключевых рисках, деталях инвестиционного соглашения и т.д. В недавно принятый документ регулятора (PS25/10) добавлен весьма подробный перечень информации, необходимой для раскрытия.

Подобные требования — ключевой инструмент преодоления программы информационной асимметрии, парализующей деятельность любого рынка [30], позволяющий инвесторам принимать решения, управляя своими рисками. На сегодняшний день рос-

сийское законодательство нуждается в более глубокой проработке данного вопроса, и за основу могут быть взяты нормы регулирования, существующие в Великобритании.

В законодательствах обоих государств — схожие требования к составу руководства платформы и ее ключевых акционеров. Кроме того, в Соединенном Королевстве собственный капитал платформ должен составлять не менее 50 тыс. фунтов (аналогично 5 млн руб., согласно российскому законодательству), что обеспечивает устойчивость финансовых операций (PS14/4).

В отличие от России, в Великобритании не устанавливается фиксированный порог годового инвестирования для неквалифицированных инвесторов — вместо этого используется ограничение в 10% от суммы всех активов, доступных инвестору, которые могут быть вложены в краудфандинговые проекты в течение года¹³. Принимая во внимание, что квалифицированными в Великобритании считаются инвесторы с чистыми активами не менее 250 тыс. фунтов [31], данный подход можно считать более мягким, гибким, способствующим росту рынка краудфандинга и защищающим непрофессиональных инвесторов от критических убытков.

Кроме этого, законодательство Великобритании содержит ряд дополнительных положений, направленных на защиту неквалифицированных инвесторов, которые отсутствуют в российских нормативных актах. Для каждого нового инвестора на платформе предусмотрено прохождение базового тестирования на понимание сущности краудфандинговых инструментов и рисков, связанных с ними. Те, кто не способен пройти данный тест, не допускаются к использованию платформы (PS19/14). С 2022 г. для новых инвесторов введен обязательный «период охлаждения»: после того как они проявляют интерес к предложению, окончательное согласие можно дать только через 24 часа (PS22/10). С 2019 г. в стране запрещена массовая реклама краудфандинговых предложений, нацеленная на розничных инвесторов (PS19/14). В целом, британское законодательство обеспечивает надежную защиту уязвимых групп инвесторов от импульсивных решений, не устанавливая при этом существенных барьеров, замедляющих рост рынка.

Особенностью краудфандинга в Великобритании является наличие системы налоговых стимулов для инвесторов в компании на ранних стадиях развития — SEIS (Seed Enterprise Investment

Scheme)¹⁴ — они могут получить до 50% возврата от суммы вложений в виде снижения налога на доходы (до 200 тыс. фунтов в год), освобождение от налога на прибыль (при владении акциями от трех лет), а также — от налога на наследство (после двух лет владения капиталом). Все это обеспечивает значимое преимущество акционерному краудфандингу перед более консервативными инструментами.

Подводя итог, можно сказать, что законодательное регулирование краудфандинга в России осуществляется в соответствии с теми же принципами, что и в Соединенном Королевстве. При этом по некоторым вопросам имеются значимые различия, а на уровне конкретных требований и положений российское законодательство остается менее проработанным.

На сегодняшний день на уровне формальных институтов преимущество институциональной среды в Великобритании обеспечивают два ключевых фактора:

- закрепленные в законодательстве требования к проверке финансируемых компаний платформой и обязательному раскрытию значительного объема информации об эмитенте;
- налоговые льготы для инвесторов в краудфандинговые проекты. Использование этих инструментов в нашей действительности можно рассматривать как потенциальный фактор стимулирования ускоренного роста рынка.

Уровень частных контрактов

Хотя развитая законодательная система задает правила игры и формирует общие рамки поведения участников рынка, разрешение большей части споров осуществляется самими сторонами посредством частного урегулирования [4]. В результате универсального законодательства оказывается недостаточно и возникает необходимость в частных контрактах, определяющих конкретные права и обязанности сторон [33].

При анализе британской практики мы опирались на правила инвестирования (Investor terms), представленные на двух крупнейших платформах страны: Crowdcube¹⁵ и Seedrs¹⁶, работающих по схожим принципам. Для анализа российского контекста были выбраны Zorkro и Brainbox.VC. Первая — одна

¹³ URL: <https://www.fca.org.uk/consumers/crowdfunding>

¹⁴ URL: https://assets.publishing.service.gov.uk/media/5a7a15a0e5274a319e777bdc/seed_enterprise_investment_scheme.pdf?utm_source=chatgpt.com

¹⁵ URL: <https://www.crowdcube.com/explore/investor-terms>

¹⁶ URL: <https://europe.republic.com/pages/campaign-ts-cs>



из крупнейших платформ, на которой в 2024 г. было привлечено более трети об общего объема краудфандинговых инвестиций в стране, поэтому она является в достаточной степени репрезентативной по отношению к рынку в целом. Brainbox.VC — единственная в России платформа, ориентированная на мелких розничных инвесторов. Для этого применяется особая форма контрактов, что требует отдельного рассмотрения.

Ключевой особенностью краудфандинговых контрактов в Великобритании выступает использование номинальной структуры собственности (*nominee structure*). При этом акции, приобретенные инвестором, записываются на платформу, которая распоряжается ими от лица всех инвесторов. Основной инвестор в таком случае получает бенефициарные права, но не заносится в реестр акционеров. Впервые подобная схема была предложена платформой Seedrs в 2012 г., а с 2015 г. она используется двумя другими: Crowdcube и SyndicateRoom [34].

Объединяя всех краудинвесторов в единый аккаунт, структура номинального владения позволяет снизить общие транзакционные издержки, повышая эффективность корпоративного управления и обеспечивая защиту розничных инвесторов. Компании, выпускавшие акции с использованием номинальной структуры, преуспевали, привлекая больше средств и перевыполняя первоначальную цель [36]. После краудфандинга такие фирмы зачастую проводили повторные раунды финансирования, достигали более высоких показателей [35] и имели хорошие шансы на привлечение капитала от венчурных инвесторов [36]. Таким образом, данная схема является весьма привлекательной как для инвесторов, так и для финансируемых фирм.

Вместе с тем для отдельных компаний Crowdcube допускает приобретение акций типа А, дающих инвестору право на прямое владение долей в них и возможность принимать участие в управлении. Однако для приобретения таких акций обычно требуется инвестирование объемом от нескольких десятков тысяч фунтов.

На российских платформах все инвесторы владеют акциями напрямую — без посредничества со стороны платформы: она лишь предоставляет инфраструктуру для заключения договора между инвестором (данные о котором передаются в регистратор, где он заносится в число акционеров) и компанией¹⁷.

¹⁷ URL: https://zorko-exchange.ru/docs/requirements/issuer/Investment_agreement.pdf; <https://static.brainbox.vc/eoshp1yt52f7av8t87yd4ftbvvyf9>

Следует отметить, что на платформе Zorko компании размещают обыкновенные акции, позволяющие инвесторам участвовать на равных в корпоративном управлении¹⁸, а Brainbox.VC предусматривает размещение привилегированных акций, не предоставляющих инвесторам права голоса. Она стремится к повышению доступности краудфандингового инвестирования, минимальный порог которого начинается от нескольких тысяч рублей. Как отмечают исследователи, большинство мелких краудинвесторов являются пассивными и не участвуют в управлении [37]. Таким образом, высокая дисперсия прав контроля негативно сказывается на эффективности корпоративного управления, во избежание этого платформа стремится сохранить всю полноту контроля в руках крупных акционеров.

По своей сути предложенная Brainbox.VC схема альтернативна номинальной структуре владения, используемой платформой в тех же целях. Однако такой формат сделок имеет принципиальные недостатки. При номинальном владении платформа участвует в корпоративном управлении от лица миноритарных акционеров, защищая их интересы и препятствуя дискриминации со стороны более крупных собственников. В ситуации, когда инвесторы владеют акциями напрямую, но фактически не имеют возможности принимать участие в управлении, они рискуют тем, что их интересы не будут учтены другими акционерами.

Несмотря на то что в Великобритании номинальная структура как эффективный механизм защиты интересов миноритариев существует давно и пользуется широкой популярностью, в России она пока не применяется. Внедрение данной схемы на нашем рынке способно повысить привлекательность акционерного краудфандинга, с одной стороны, обеспечивая права инвесторов на участие в принятии решений, а с другой — увеличивая эффективность корпоративного управления и способствуя росту успешности бизнеса в долгосрочной перспективе.

ВЫВОДЫ

Акционерный краудфандинг в России за последние годы из небольшого финансового эксперимента трансформировался в активно развивающийся рынок. Однако существующая институциональная среда по-прежнему остается незрелой, ограничивая приток новых инвесторов и компаний. Сравнительный анализ, проведенный с использованием

¹⁸ URL: https://zorko-exchange.ru/docs/offering/doubleb/conditions_document.pdf

четырёхуровневой модели социального анализа О. Уильямсона, позволяет выделить ключевые институциональные различия между акционерным краудфандингом в России и Великобритании.

На уровне неформальных институтов в российской среде прослеживаются как ограничения, так и факторы, способствующие развитию рынка: стремление к избеганию неопределенности связано с более консервативным поведением его участников, что сдерживает распространение высокорисковых инвестиционных инструментов, включая акционерный краудфандинг. Вместе с тем при условии высокой доступности последнего для рядовых инвесторов долгосрочная ориентация и коллективистские установки могут послужить основой для формирования культуры устойчивого социально ориентированного инвестирования. На практике краудфандинг в России все еще сохраняет весьма высокий порог входа, представляя собой более технологичную форму ангельских инвестиций. Это является ключевой и фундаментальной проблемой, искажающей первоначальный замысел.

Формальное регулирование акционерного краудфандинга в России во многом копирует британский подход, но менее проработано. Детализированные требования к раскрытию информации, механизмы защиты розничных инвесторов, а также налоговые льготы — вот важные ориентиры для

будущего совершенствования российского законодательства.

На уровне частных контрактов также выявлены отличия. В Великобритании широкое применение получила номинальная структура владения, позволяющая платформе участвовать в корпоративном управлении от лица миноритарных инвесторов, обеспечивая защиту их интересов. В России же используется модель прямого владения, при которой розничные инвесторы на практике оказываются исключены из управления компанией, что создает существенные риски нарушения их интересов.

Описанные в статье институциональные различия являются значимым институциональным фактором, объясняющим заметный разрыв в масштабах рынка, сводимый не только к общеэкономическим причинам. Высокая информационная асимметрия, слабая защита прав и ограниченный доступ к сделкам для розничного инвестора, а также низкий уровень доверия со стороны частных и корпоративных участников во многом препятствуют развитию рынка.

В текущей ситуации в России существуют устойчивые предпосылки для интенсивного роста и качественного развития акционерного краудфандинга. Однако необходимым условием является системное институциональное обновление на уровне как формальных, так и неформальных институтов.

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ / REFERENCES

1. Ahlers G.K., Cumming D., Günther C., Schweizer D. Signaling in equity crowdfunding. *Entrepreneurship Theory and Practice*. 2015;39(4):955-980. DOI: 10.1111/etap.12157
2. Shneur R., Vik A.A. Crowdfunding success: A systematic literature review 2010-2017. *Baltic Journal of Management*. 2020;15(2):149-182. DOI: 10.1108/BJM-04-2019-0148
3. Hornuf L., Schwiendbacher A. Should securities regulation promote equity crowdfunding? *Small Business Economics*. 2017;49(3):579-593. DOI: 10.1007/s11187-017-9839-9
4. Williamson O.E. The new institutional economics: Taking stock, looking ahead. *Journal of Economic Literature*. 2000;38(3):595-613. DOI: 10.1257/jel.38.3.595
5. Agrawal A., Catalini C., Goldfarb A. Are syndicates the killer app of equity crowdfunding? *California Management Review*. 2016;58(2):111-124. DOI: 10.1525/cmr.2016.58.2.111
6. Schwiendbacher A. Equity crowdfunding: Anything to celebrate? *Venture Capital*. 2019;21(1):65-74. DOI: 10.1080/13691066.2018.1559010
7. North D.C. Institutions and economic growth: An historical introduction. *World Development*. 1989;17(9):1319-1332. DOI: 10.1016/0305-750X(89)90075-2
8. Hofstede G., Hofstede G.J., Minkov M. *Cultures and organizations: Software of the mind*. New York, NY: McGraw-Hill; 2010. 576 p.
9. Hofstede G. *Culture's consequences: International differences in work-related values*. Newbury Park, CA: SAGE Publications; 1984. 327 p.
10. Minkov M., Hofstede G. Hofstede's fifth dimension: New evidence from the World Values Survey. *Journal of Cross-Cultural Psychology*. 2012;43(1):3-14. DOI: 10.1177/0022022110388567
11. Латова Н.В. Культурная специфика россиян (этнометрический анализ на основе концепции Г. Хофстеда). *Вестник Института социологии*. 2016;(4):155-179. DOI: 10.19181/vis.2016.19.4.433



- Latova N.V. Russians' cultural specificity (an ethnometrical analysis based on Geert Hofstede's concept). *Vestnik Instituta Sotsiologii = Bulletin of the Institute of Sociology*. 2016;(4):155-179. (In Russ.). DOI: 10.19181/vis.2016.19.4.433
12. Acemoglu D., Robinson J.A. Why nations fail: The origins of power, prosperity, and poverty. New York, NY: Crown Currency; 2013. 579 p.
 13. Acemoglu D., Johnson S., Robinson J.A. Institutions as a fundamental cause of long-run growth. In: Aghion Ph., Durlauf S.N., eds. *Handbook of economic growth*. Amsterdam: North-Holland; 2005;1:385-472.
 14. Mollick E., Robb A. Democratizing innovation and capital access: The role of crowdfunding. *California Management Review*. 2016;58(2):72-87. DOI: 10.1525/cmr.2016.58.2.72
 15. Березинец И.В., Волков Д.Л., Ерисов А.Ю., Ильина Ю.Б., Царьков И.Н. Краудфандинг как инструмент инвестиционных возможностей и демократизации финансирования малого и среднего бизнеса. М.: Изд. дом Высшей школы экономики; 2025. 112 с.
Berezinets I., Volkov D., Erisov A., Ilina Y., Tsarkov I. Crowdfunding as an instrument of investment opportunities and democratization of small and medium enterprises financing. Moscow: HSE Publ.; 2025. 112 p. (In Russ.).
 16. Arpacı I., Aslan O., Kevser M. Evaluating short-and long-term investment strategies: Development and validation of the investment strategies scale (ISS). *Financial Innovation*. 2024;10(1):63. DOI: 10.1186/s40854-023-00573-4
 17. De Mooij M.K. Consumer behavior and culture: Consequences for global marketing and advertising. Thousand Oaks, CA: SAGE Publications; 2004. 345 p.
 18. Oh T., Kwon K., Sung H. Motivations and intentions for equity and reward-based crowdfunding in professional sports. *Sport, Business and Management: An International Journal*. 2023;13(4):417-430. DOI: 10.1108/SBM-06-2022-0048
 19. Huynh E., Ugander J. Drivers of the crowd: Identifying the key motivators to perform equity-based crowdfunding investment. Stockholm: Stockholm School of Economics; 2015. 105 p.
 20. Hervé F., Manthé E., Sannajust A., Schwiendbacher A. Determinants of individual investment decisions in investment based crowdfunding. *Journal of Business Finance & Accounting*. 2019;46(5-6):762-783. DOI: 10.1111/jbfa.12372
 21. Prim A.L., Filho L.S., Zamur G.A.C., Di Serio L.C. The relationship between national culture dimensions and degree of innovation. *International Journal of Innovation Management*. 2017;21(1):1730001. DOI: 10.1142/S136391961730001X
 22. Khan R., Cox P. Country culture and national innovation. *Archives of Business Research*. 2017;5(2):85-101. DOI: 10.14738/abr.52.2768
 23. Murswieck R., Drăgan M., Maftai M., Ivana D., Fortmüller A. A study on the relationship between cultural dimensions and innovation performance in the European Union countries. *Applied Economics*. 2020;52(22):2377-2391. DOI: 10.1080/00036846.2019.1690628
 24. Tehseen S., Deng P., Wu B., Gao Y. Culture values and entrepreneurial innovativeness: A comparative study of Malaysian ethnic entrepreneurs. *Journal of Small Business Management*. 2023;61(6):2622-2655. DOI: 10.1080/00472778.2021.1934848
 25. Zheng F., Zhao C., Yasmin F., Sokolova M. Hofstede's cultural dimensions and proactive behavior as the antecedents of entrepreneurial innovativeness. *Acta Psychologica*. 2025;256:104948. DOI: 10.1016/j.actpsy.2025.104948
 26. North D.C. Institutions, institutional change and economic performance. Cambridge: Cambridge University Press; 1990. 159 p.
 27. Шетинина Е.А. Акционерный краудфандинг как альтернативная модель финансирования бизнеса на раннем этапе развития и стартапов. *Экономический вектор*. 2016;(1):22-27.
Schetinina E.A. Equity crowdfunding as an alternative financing model for early stage businesses and startups. International approaches. *Ekonomicheskii vektor = Economic Vector*. 2016;(1):22-27. (In Russ.).
 28. Кузнецов В.А. Краудфандинг: актуальные вопросы регулирования. *Деньги и кредит*. 2017;(1):65-73.
Kuznetsov V.A. Crowdfunding: Regulatory issues. *Den'gi i kredit = Russian Journal of Money and Finance*. 2017;(1):65-73. (In Russ.).
 29. Akerlof G.A. The market for "lemons": Quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*. 1970;84(3):488-500. DOI: 10.2307/1879431
 30. Березинец И.В., Ильина Ю.Б., Бобров К.А., Копцев В.С. Альтернативные инвестиции: мотивы и риски инвестирования на краудфандинговых платформах. *Вестник Санкт-Петербургского университета. Менеджмент*. 2023;22(3):313-336. DOI: 10.21638/11701/spbu08.2023.303

- Berezinets I., Ilyina Yu., Bobrov K., Koptsev V. Alternative investments: Motives and risks for investors on crowdfunding platforms. *Vestnik Sankt-Peterburgskogo Universiteta. Menedzhment = Vestnik of Saint Petersburg University. Management Series*. 2023;22(3):313-336. (In Russ.). DOI: 10.21638/11701/spbu08.2023.303
31. Cumming D.J., Vanacker T., Zahra S.A. Equity crowdfunding and governance: Toward an integrative approach. *Academy of Management Perspectives*. 2021;35(1):69-95. DOI: 10.5465/amp.2017.0208
 32. Березинец И.В., Ильина Ю.Б., Кляровская Н.А. Акционерный краудфандинг: детерминанты успеха компании при размещении на краудфандинговой платформе. *Вестник Санкт-Петербургского Университета. Менеджмент*. 2021;20(2):131-164. DOI: 10.21638/11701/spbu08.2021.201
Berezinets I. V., Ilyina Yu. B., Klyarovskaya N. A. Equity crowdfunding: determinants of company's success on a crowdfunding platform. *Vestnik Sankt-Peterburgskogo Universiteta. Menedzhment = Vestnik of Saint Petersburg University. Management Series*. 2021;20(2):131-164. (In Russ.). DOI: 10.21638/11701/spbu08.2021.201
 33. Macneil I.R. The many futures of contracts. *Southern California Law Review*. 1973;(47):691. URL: <https://alliancecontractingelectroniclawjournal.com/wp-content/uploads/2017/04/MacNeil-I.-1973-1974-%E2%80%99The-Many-Futures-of-Contracts%E2%80%99.pdf>
 34. Coakley J., Cumming D., Lazos A., Vismara S. Lead investor nominee in equity crowdfunding. *British Journal of Management*. 2025;36(4):1524-1538. DOI: 10.1111/1467-8551.12918
 35. Walthoff-Borm X., Vanacker T., Collewaert V. Equity crowdfunding, shareholder structures, and firm performance. *Corporate Governance: An International Review*. 2018;26(5):314-330. DOI: 10.1111/corg.12259
 36. Butticiè V., Di Pietro F., Tenca F. Is equity crowdfunding always good? Deal structure and the attraction of venture capital investors. *Journal of Corporate Finance*. 2020;65:101773. DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2020.101773
 37. Hornuf L., Schilling T., Schwienbacher A. Are equity crowdfunding investors active investors? CESifo Working Papers. 2019;(7884). URL: https://www.ifo.de/DocDL/cesifo1_wp7884_0.pdf

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРАХ / ABOUT THE AUTHORS



Петр Аркадьевич Балунов — аспирант Высшей школы менеджмента, Санкт-Петербургский государственный университет, Санкт-Петербург, Российская Федерация; коммерческий директор, Общество с ограниченной ответственностью «Иматон» Профессиональный психологический инструментарий», Санкт-Петербург, Российская Федерация

Petr A. Balunov — Postgraduate Student, Graduate School of Management, St. Petersburg State University, St. Petersburg, Russian Federation; Commercial Director, “Imaton” LLC Professional Psychological Instruments, St. Petersburg, Russian Federation
<https://orcid.org/0009-0008-9971-2265>
st071308@student.spbu.ru



Юлия Борисовна Ильина — кандидат экономических наук, доцент кафедры финансов и учета Высшей школы менеджмента, Санкт-Петербургский государственный университет, Санкт-Петербург, Российская Федерация

Yulia B. Ilyina — Cand. Sci. (Econ.), Associate Professor of Department of Finance and Accounting of Higher School of Management at the St. Petersburg State University, St. Petersburg, Russian Federation
<https://orcid.org/0000-0002-4187-8990>

Автор для корреспонденции / Corresponding author:
jilina@gsom.spbu.ru

Конфликт интересов: авторы заявляют об отсутствии конфликта интересов.
Conflicts of Interest Statement: The authors have no conflicts of interest to declare.

Статья поступила 17.08.2025; после рецензирования 12.09.2025; принята к публикации 20.12.2025.

Авторы прочитали и одобрили окончательный вариант рукописи.

The article was received on 17.08.2025; revised on 12.09.2025 and accepted for publication on 20.12.2025.

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