

Федеральное государственное образовательное учреждение
высшего профессионального образования
Санкт-Петербургский государственный университет
Институт «Высшая школа менеджмента»

**АКЦИОНЕРНЫЙ КРАУДФАНДИНГ: РАСКРЫТИЕ ИНФОРМАЦИИ
ЭМИТЕНТАМИ И ФАКТОРЫ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИИ НА
КРАУДФАНДИНГОВОЙ ПЛАТФОРМЕ**

**EQUITY CROWDFUNDING: INFORMATION DISCLOSURE BY ISSUERS AND
FACTORS OF COMPANY'S ATTRACTIVENESS ON A CROWDFUNDING PLATFORM**

Выпускная квалификационная работа
студентки 4-го курса бакалаврской программы,
группы №19-Б05 направления «Менеджмент»,
Рвиной Миланы Сергеевны



Научный руководитель:
Доцент кафедры финансов и учета
Ильина Юлия Борисовна



Санкт-Петербург

2023

ЗАЯВЛЕНИЕ

Заявление о самостоятельном характере написания курсовой работы

Я, Ревина Милана Сергеевна, студентка 4 курса группы 19.Б05, направления 38.03.02 «Менеджмент» (профиль подготовки - Финансовый менеджмент), заявляю, что в моей выпускной квалификационной работе на тему «Акционерный краудфандинг: раскрытие информации эмитентами и факторы привлекательности компании на краудфандинговой платформе», предоставленной в службу обеспечения программ бакалавриата для последующей передачи в государственную аттестационную комиссию для публичной защиты, не содержится элементов плагиата.

Все прямые заимствования из печатных и электронных источников, а также из защищенных ранее курсовых и выпускных квалификационных работ, кандидатских и докторских диссертаций имеют соответствующие ссылки.

Мне известно содержание п. 9.7.1 Правил обучения по основным образовательным программам высшего и среднего профессионального образования в СПбГУ о том, что «ВКР выполняется индивидуально каждым студентом под руководством назначенного ему научного руководителя», и п. 51 Устава федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего профессионального образования «Санкт-Петербургский государственный университет» о том, что «студент подлежит отчислению из Санкт-Петербургского университета за представление курсовой или выпускной квалификационной работы, выполненной другим лицом (лицами)».



Ревина М. С. «23» мая 2023 г.

ОГЛАВЛЕНИЕ

Заявление	2
Заявление о самостоятельном характере написания курсовой работы.....	2
Введение	4
Глава 1. Акционерный краудфандинг как способ финансирования компаний.....	7
1.1 Понятие краудфандинга и его виды	7
1.2 Преимущества акционерного краудфандинга для эмитентов и инвесторов	8
1.2.1 Инвесторы.....	9
1.2.2 Эмитенты	12
1.3 Факторы инвестиционной привлекательности компаний на краудфандинговых платформах: гипотезы исследования	15
1.4 Рынок акционерного краудфандинга в России.....	21
1.5 Рынок акционерного краудфандинга в Великобритании	24
Глава 2. Эмпирическое исследование	28
2.1 Формирование выборки	28
2.2 Методология	28
2.3 Описательная статистика переменных	36
2.4 Результаты регрессионного анализа и ограничения исследования.....	40
2.5 Практические рекомендации по результатам исследования.....	46
Заключение	49
Список использованных источников	51

ВВЕДЕНИЕ

Краудфандинг как способ привлечения капитала – сравнительно молодое явление на рынке альтернативных финансов. Традиционно молодые или только зарождающиеся компании опирались на внутренние источники финансирования, однако в последние годы все больше бизнесов прибегают к привлечению капитала через акционерный краудфандинг, либо же становятся резидентами бизнес-акселераторов.

Тема классических способов привлечения капитала является довольно хорошо изученной, существует большое количество научных работ, написанных по ней. С другой стороны, альтернативным способам финансирования бизнеса уделяется меньше внимания, хотя в последние годы количество работ, связанных с ними, растет.

Компании-эмитенты, которые не являются публичными, смогут извлечь пользу из изучения такого явления, как акционерный краудфандинг, так как такой способ финансирования компаний на ранних стадиях их развития позволит привлечь необходимые для дальнейшего роста средства с издержками более низкими, чем более традиционные способы финансирования, такие как получение заемных средств от банков, а также повысить узнаваемость бизнеса на рынке, и, в случае с международными инвестициями, упростит интернационализацию. Более того, использование акционерного краудфандинга позволит привлечь большее количество инвесторов. При этом, не существует стандартизированных гайдлайнов относительно того, какая информация и в какой форме может быть представлена на краудфандинговой платформе, и эмитенты могут прибегать к интуиции при оформлении страницы кампании. Таким образом, у компаний существует проблема: какую информацию и в какой форме нужно предоставить на странице на краудфандинговой платформе для того, чтобы привлечь необходимый объем финансирования (цель, заявленная в кампании и больше).

Еще одной стороной, которой будет полезно изучение темы акционерного краудфандинга, являются инвесторы. Как профессиональные, так и непрофессиональные инвесторы, при участии в краудфандинге, получают уникальную возможность стать собственниками компаний на ранних стадиях их развития, при этом компании могут иметь инновационные бизнес-идеи и потенциал к стремительному росту и развитию и превращению в «единорогов». Несмотря на то, что подобные инвестиции более рискованны, нежели вложение капитала в публичные компании, отдача инвестиций также потенциально

высока, при этом, акционерный краудфандинг позволяет инвесторам значительно диверсифицировать портфель.

Работы, связанные с акционерным краудфандингом, нередко фокусируются непосредственно на финансовых показателях бизнесов, а также на системе корпоративного управления, выстроенной в компании, но меньше затрагивают характеристики и объем материалов, которые предлагаются для первого знакомства с бизнесом на краудфандинговой платформе, тогда как именно эта информация часто является решающей, так как для дальнейшего изучения предложения, потенциальный инвестор должен заинтересоваться бизнесом на основе информации, которую видит первой.

Целью данной работы является исследование взаимосвязи между раскрытием информации об эмитенте и краудфандинговой кампанией и инвестиционной привлекательностью краудфандинговой кампании на платформе. Исследование сконцентрировано на характеристиках бизнеса и информации, которые доступны при первом знакомстве с компанией на краудфандинговой платформе, и на основании которых инвестор принимает решение о том, заинтересован ли он в дальнейшем изучении конкретного предложения.

Для достижения этой цели были поставлены и выполнены следующие задачи:

1. Изучить академическую литературу на тему детерминант успеха краудфандинговых кампаний, связанных с раскрытием информации на платформе;
2. Выбрать показатели, по которым будет проводиться анализ для дальнейшего сбора данных, выдвижение гипотез;
3. Собрать данные и провести их первичную обработку;
4. Протестировать выдвинутые на этапе изучения литературы и выбора показателей гипотезы через проведение регрессионного анализа;
5. Интерпретировать полученные в рамках регрессионного анализа результаты и предложить рекомендации по повышению привлекательности краудфандинговой кампании компаниям-эмитентам.

Актуальность темы заключается в том, что, как упоминалось выше, акционерный краудфандинг является сравнительно новым явлением на рынке финансов, при этом, данный способ привлечения капитала предполагает самые низкие издержки, в сравнении с традиционными способами, что важно для компаний на ранних стадиях развития. Таким образом, эмитенты смогут проводить более успешные краудфандинговые раунды, если

смогут лучше понимать, какие характеристики страницы компании на платформе способствуют проявлению интереса к ней со стороны инвестора на этапе первого знакомства.

Для теоретической части исследования были использованы англоязычные и русскоязычные источники информации – научные статьи по акционерному краудфандингу, отчеты по исследованиям рынка краудфандинга, проведенные краудфандинговыми платформами и компаниями, оперирующими базами данных, а также государственными структурами. В качестве источника данных для формирования выборки использовались британская краудфандинговая платформа Crowdcube, профили компаний в социальной сети Instagram¹ и сайт Регистрационной палаты Великобритании (Companies House). Описательная статистика и регрессионный анализ были проведены с использованием языка программирования R в программе R Studio.

Результатом проведенного эмпирического исследования стало выявление характеристик краудфандинговых компаний, связанных с раскрытием информации на платформе и активностью как на платформе, так и в социальных сетях, влияющих на решение инвестора о продолжении изучения предложения после первичного знакомства с ним на платформе, и в результате, на успех краудфандингового раунда.

Исследование имеет следующую структуру: первая глава содержит понятие краудфандинга в целом и акционерного краудфандинга в частности, описание инвесторов и эмитентов и их мотивов при выборе акционерного краудфандинга как способа привлечения капитала, описаны рынки краудфандинга в Великобритании и России. В первой главе также проанализированы факторы инвестиционной привлекательности краудфандинговых компаний, связанные с раскрытием информации на платформе, а также выдвинуты гипотезы для проведения регрессионного анализа. Во второй главе представлены непосредственно эмпирическое исследование и регрессионный анализ влияния выделенных ранее факторов инвестиционной привлекательности бизнеса на результативность краудфандингового раунда, а также обсуждение результатов и практические рекомендации компаниям-эмитентам.

¹ Принадлежит Meta, признанной в РФ экстремистской организацией, деятельность запрещена на территории РФ.

ГЛАВА 1. АКЦИОНЕРНЫЙ КРАУДФАНДИНГ КАК СПОСОБ ФИНАНСИРОВАНИЯ КОМПАНИЙ

1.1 Понятие краудфандинга и его виды

Собственные средства фаундеров, заемные средства и капитал, привлеченный от профессиональных инвесторов (бизнес-ангелов, венчурных капиталистов), на протяжении долгого времени являлись основными и наиболее доступными способами привлечения финансирования для компаний, находящихся на таких стадиях жизненного цикла, как зарождение и развитие [Block et al., 2018]. В силу того, что компании, находящиеся на ранних стадиях развития, имеют высокий уровень риска, привлечение капитала от профессиональных инвесторов может представляться более реальной возможностью получения финансирования, нежели получение заемных средств (к примеру, банковских кредитов) [Ahlers et al., 2015]. Появление такого явления, как краудфандинг, стало инновационной возможностью для получения сравнительно дешевого капитала на рыночных условиях от большого количества инвесторов [Березинец, Ильина, Кляровская, 2021]. Так, каждый инвестор вкладывает небольшую сумму средств через специальные платформы в Интернете, которые, в дальнейшем, складываются в сумму, необходимую эмитенту для развития проекта или компании. В свою очередь, инвесторы получают финансовые или нефинансовые выгоды, в зависимости от вида краудфандинга, который ими используется.

Необходимость компаний в привлечении капитала для роста и развития всегда поднимает проблему информационной асимметрии. В случае небольших, молодых и непубличных компаний, транзакционные издержки, связанные с анализом бизнеса и сбором информации о нем высоки, как и риски, связанные с их финансированием, так как в процессе развития бизнеса могут появляться новые, непредвиденные риски, как и новые возможности, что делает отдачу инвестиций сложно предсказуемой [Estrin, Gozman, Khavul, 2018]. В таком случае, привлечение ресурсов через традиционные каналы финансирования требует высоких издержек, что приводит к необходимости использования более новых и дешевых источников финансирования.

Краудфандинг в целом можно разделить на четыре типа в зависимости от вознаграждения, получаемого инвесторами:

1. Акционерный краудфандинг (equity crowdfunding) – тип краудфандинга, при котором инвесторы, вкладывая средства, приобретают долю в компании в соответствии с суммой инвестированных средств, и в дальнейшем могут получать

дивиденды или участвовать в прибыли. Данный тип краудфандинга наиболее часто используется мелким и средним бизнесом в случаях, когда они не могут привлечь финансирование из традиционных источников по причине его дороговизны².

2. Краудлендинг (debt crowdfunding) – вид краудфандинга, при котором средства предоставляются бизнесу в качестве займа со стороны большого количества мелких инвесторов с расчетом на то, что средства будут возвращены в будущем с процентами³.
3. Финансирование, основанное на вознаграждении (reward-based crowdfunding) – вид краудфандинга, при котором инвесторы получают какое-либо нефинансовое вознаграждение за свои инвестиции. Чаще всего, таким вознаграждением являются продукты или услуги, производимые эмитентом, которые инвестор получает на более поздних стадиях развития компании, к примеру, эмитент может открыть предпродажи товара, который еще не был произведен, в рамках краудфандингового раунда, и использовать полученные инвестиции для старта производства⁴.
4. Финансирование, основанное на пожертвованиях (donation-based crowdfunding) – вид краудфандинга, при котором большое количество инвесторов предоставляют по объему суммы для финансирования проекта, не ожидая вознаграждений. В то время, как при повышении суммы инвестиций инвесторы могут получать символическое вознаграждение, в данном типе краудфандинга оно не является основной целью инвесторов. Наиболее часто к подобному виду краудфандинга прибегают благотворительные организации⁵.

1.2 Преимущества акционерного краудфандинга для эмитентов и инвесторов

Акционерный краудфандинг предполагает размещение эмитентами доли капитала на специализированных платформах в интернете для получения инвестиций от широкого круга

² What is Crowdfunding? // Сайт Crowdfunder. – Crowdfunder, 2022. – URL: <https://crowdfunder.com/en/blog/what-is-crowdfunding> (дата обращения: 01.04.2023)

³ Crowdfunding is an increasingly popular source of borrowing for small businesses looking to grow // Сайт Businessinsider. – Businessinsider, 2023. – URL: <https://www.businessinsider.com/personal-finance/debt-crowdfunding> (дата обращения: 01.04.2023)

⁴ Rewards-based crowdfunding // Сайт European Commission. – European Commission, 2023. – URL: https://single-market-economy.ec.europa.eu/access-finance/guide-crowdfunding/different-types-crowdfunding/rewards-based-crowdfunding_en (дата обращения: 01.04.2023)

⁵ Donation-Based Crowdfunding // Сайт Investopedia. – Investopedia, 2023. – URL: <https://www.investopedia.com/terms/d/donationbased-crowd-funding.asp> (дата обращения: 01.04.2023)

инвесторов, каждый из которых вкладывает небольшие суммы. При этом, через вложение средств, инвесторы получают долю собственности в компании, пропорциональную объему инвестиций [Guidici, Guerini, Rossi-Lamastra 2020]. Краудфандинговые платформы в данном случае являются не просто местом, где инвесторы могут познакомиться с предложением, размещенным эмитентом, но и являются посредником в транзакциях между сторонами [Block et al., 2018]. Стоимость акций, размещенных на платформе, остается неизменной, при этом финальный объем доли капитала, которая будет получена инвесторами, определяется после окончания краудфандинговой кампании [Kaartemo, 2017], так как в случае превышения объема полученных инвестиций над заявленной целью, доля капитала, предложенная изначально, пропорционально возрастает.

В случае акционерного краудфандинга (краудинвестинга), в отличие от остальных его видов, инвесторы становятся собственниками акций (либо же подписывают соглашение на участие в прибыли, в зависимости от институционального контекста) [Hornuf, Schmitt, Stenzhorn, 2018; Ahlers et al., 2015]. Таким образом, инвесторы получают возможность вложить капитал в молодые компании, доступ к которым иным способом может быть затруднен, а эмитенты, через инновационные платформы, получают доступ к сравнительно недорогому капиталу, при этом не теряя контроль над компанией, так как индивидуально инвестиции не являются крупными, а доля предложенного капитала не высока.

1.2.1 Инвесторы

Акционерный краудфандинг в первую очередь подразумевает привлечение капитала через получение инвестиций от широкого круга инвесторов, каждый из которых вкладывает небольшую сумму. Такими инвесторами являются непрофессионалы, не располагающие большим объемом ресурсов для проведения тщательного анализа и оценки эмитентов [Ahlers et al., 2015] и располагающие небольшими суммами в отличие от бизнес-ангелов или венчурных капиталистов. Рискованность финансовых вложений для таких инвесторов довольно высока, что связано с проблемой информационной асимметрии, так как они не могут в полной мере оценить потенциал эмитентов на успех. В случае коммуникации с непрофессионалами, которые могут не обладать высоким уровнем экспертизы, эмитентам необходимо подавать сигналы о своей надежности и ценности в понятном и наглядном виде. Стоит также отметить, что непрофессиональные инвесторы редко диверсифицируют свой портфель, что характеризуется сравнительно низким количеством бизнесов, в которые вкладываются средства.

Помимо финансовых мотивов при совершении инвестиций, непрофессиональные инвесторы также могут руководствоваться также желанием поддержать мелкий и средний бизнес и его инновационную деятельность [Guidici, Guerini, Rossi-Lamastra, 2020]. Также, роль непрофессионалов может заключаться в распространении информации о бизнесе через «сарафанное радио» и обратную связь [Walthoff-Borm, Vanacker, Collewaert, 2018]. Внутренние нефинансовые мотивы могут руководить инвестиционной активностью непрофессионалов на одном уровне с финансовыми. Вне зависимости от того, чем руководствуются непрофессионалы при совершении инвестиций, объем средств, которые они вкладывают, чаще всего не превышает 10% от их совокупного годового дохода. Также, в силу отсутствия достаточного уровня экспертизы и сравнительно невысокого объема вложенных средств, они не могут участвовать в управлении компанией, соответственно, с их стороны отсутствует активность, повышающая ценность бизнеса.

Непрофессионалы могут опираться на «мудрость толпы» при совершении инвестиций, что характеризуется вниманием к тому, куда вкладывают средства другие инвесторы, так как в их глазах это повышает надежность и ценность бизнеса. Данный эффект может приводить к более высокому уровню инвестиций в бизнесы, вероятность успеха которых наиболее вероятна по причине наличия финансового и инновационного потенциала, что, в свою очередь, в будущем может отражаться на отдаче на инвестиции, так как бизнес может получить больше средств для реализации активностей в рамках намеченных траекторий развития [Walthoff-Borm, Vanacker, Collewaert, 2018].

В силу отсутствия квалификаций в инвестиционной сфере, непрофессиональные инвесторы имеют потребность в защите со стороны государства. При этом, для сохранения главной характеристики краудфандинга – доступности как для инвесторов, так и для эмитентов, необходимо сохранение гибкости. Область краудфандинга регулируется во многих развитых странах, примерами регулятивных документов можно назвать «JOBS Act» в США, принятый в 2012 г., «Регулятивный подход к краудфандингу через Интернет», принятый в Великобритании в 2014 г., Закон «О защите мелких инвесторов» в Германии 2015 г., Закон «О корпорациях» в Австралии, изданный в 2017 г., Федеральный Закон «О привлечении инвестиций с использованием инвестиционных платформ и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» №259-ФЗ, начавший свое действие в 2020 году.

В то время, как непрофессионалы являются основной массой лиц, совершающей вложения капитала на краудфандинговых платформах, доля профессиональных инвесторов

составляет около 1%. При этом, объем и количество инвестиций, совершаемых ими, значительно выше, что связано с диверсифицированностью портфелей таких инвесторов что, в свою очередь, снижает рискованность финансовых вложений для них.

В зависимости от институционального контекста, для признания инвестора профессиональным выдвигаются различные требования. Так, в Великобритании профессиональными инвесторами признаются лица, имеющие годовой доход в размере не менее £100 тыс. или чистыми активами не менее £250 тыс. и имеющие соответствующие квалификации или опыт работы, в США – лица, состояние которых оценивается не менее чем в \$1 млн. или имеющие годовой доход в размере более \$200 тыс. в течение предыдущих двух лет и с учетом предположения, что в текущем году доход не снизится, а также достаточные знания и опыт в финансовой сфере, позволяющие рассчитать и оценить риски, связанные с инвестициями⁶. Чаще всего, в случае акционерного краудфандинга, под профессиональными инвесторами подразумеваются бизнес-ангелы и венчурные капиталисты.

Бизнес-ангелы – это частные лица, имеющие аккредитацию инвестора, вкладывающие собственные средства, которые, при этом, могут создавать формальные сообщества с целью совершения совместных инвестиций (Business Angels Networks, BANs). Объем инвестиций, ассоциируемый с бизнес-ангелами, составляет от \$10 тыс. до \$250 тыс. [Politis, 2008]. При этом, в силу наличия знаний и высокого уровня экспертизы, бизнес-ангелы не просто вкладывают капитал для получения прибыли, но и участвуют в управлении бизнесом через помощь в стратегических аспектах, а также мониторинг состояние компании и участие в совете директоров или в роли бизнес-консультантов. Помимо экспертизы, бизнес-ангелы могут вводить предпринимателей в свою сеть контактов, тем самым повышая узнаваемость бизнеса в профессиональном сообществе [Wallmeroth, Wirtz, Groh, 2018].

Венчурные капиталисты являются лица, распоряжающиеся средствами непрофессиональных инвесторов, пенсионных фондов или компаний, и использующие их для совершения инвестиций в непубличные бизнесы. Такие инвестиции характеризуются высоким уровнем доходности, но и высокой рискованностью [Wallmeroth, Wirtz, Groh, 2018]. При этом, за счет высокой отдачи инвестиций и эффективно диверсифицированного портфеля, нивелируются риск и низкая ликвидность инвестиций. Венчурные капиталисты являются активными инвесторами, что подразумевает постоянный мониторинг бизнесов, в которые

⁶ Understanding Qualified Investors and How to Work with Them // Сайт SUMSUB. – SUMSUB, 2020. – URL: <https://sumsub.com/knowledgebase/qualified-investor/> (дата обращения: 25.03.2023)

вложен капитал, а также участие в управлении компанией, и проведение анализа состояния эмитента для определения наиболее выгодного времени для выхода из компании [Sahlman, 1990].

Как упоминалось ранее, профессиональные инвесторы способны приносить вклад в ценность компаний, в которые совершаются финансовые вложения, за счет наличия квалификаций, позволяющих участвовать в управлении бизнесом и способствовать его развитию и росту [Block et al., 2018]. Так, их мотивацией является не просто получение отдачи инвестиций, но и работа над повышением ценности компании для этой цели через участие в управлении бизнесом.

В зависимости от институционального контекста, статус инвестора в компании-эмитенте может иметь значительные отличия. Так, в зависимости от регулятивного контекста государства, в котором зарегистрированы платформа и бизнес, инвестор может как становиться собственником акций, так и иметь иной статус, что значительно отличается от ситуации с компаниями, торгуемыми на публичной бирже, где вне зависимости от страны инвесторы становятся собственниками акций.

К примеру, в таких странах как Великобритания, Италия, Франция, Россия, инвесторы становятся собственниками акций (напрямую или через номинального держателя в зависимости от правил конкретной краудфандинговой платформы). Также, в зависимости от страны размещения платформы, могут отличаться правила о том, какой класс акций может размещаться на платформе. В частности, на платформе Crowdcube, зарегистрированной в Великобритании, но работающей и на рынке Европейского союза, могут выпускаться акции как класса А (голосующие), так и класса В (неголосующие и закрепляющие права на денежные потоки и получение дивидендов)⁷. При этом, в таких странах, как Соединенные Штаты и Германия, компании не имеют права размещать голосующие акции на краудфандинговых платформах, либо же должны заключать договоры на участие в прибыли вместо получения в собственность акций [Cumming, Meoli, Vismara, 2021].

1.2.2 Эмитенты

Характеристики компаний, размещающихся на краудфандинговых платформах, не описаны какими-либо законодательными актами, соответственно, они могут иметь любой размер и возраст, единственным условием является то, что такие компании не могут являться

⁷ What is the difference between A and B shares, and what is the threshold? // Сайт Crowdcube. – Crowdcube, 2018. – URL: <https://help.crowdcube.com/hc/en-us/articles/115001310464-What-is-the-difference-between-A-and-B-shares-and-what-is-the-threshold> (дата обращения: 25.03.2023)

публичными. Единственным ограничением, связанным с эмитентами, размещающими долю капитала на платформе, является привлекаемый объем средств, однако данный аспект часто также регулируется и самой платформой.

При этом, в среднем, компании, использующие акционерный краудфандинг в качестве источника финансирования, относятся к малому или среднему бизнесу, а также находятся на ранних стадиях жизненного цикла – зарождение или развитие. Так, по данным оператора баз данных о непубличных компаниях Beauhurst⁸, в 2019 году более половины компаний, привлекавших капитал через акционерный краудфандинг, были на стадии «зарождения» (seed), а около 40% - на стадии «развитие» (venture), что можно увидеть на Рис. 1. Такие компании характеризуются неспособностью нести высокие издержки на привлечение финансирования, а также неготовностью к публичному размещению акций и, соответственно, более жесткому регулированию.

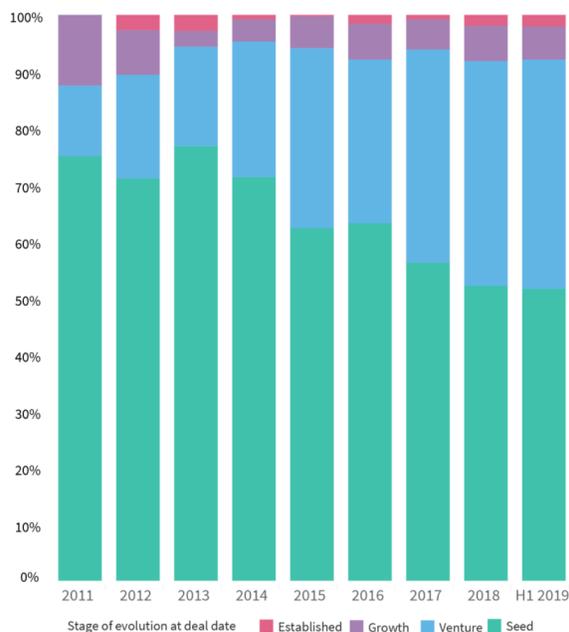


Рис.1 Количество компаний, обратившихся к акционерному краудфандингу на различных стадиях развития

Источник: [Beauhurst, 2019]

Со стороны эмитентов, акционерный краудфандинг является возможностью распространить информацию о компании на более широкий круг лиц, а также

⁸ The UK crowdfunding landscape in 2019 so far // Сайт Beauhurst. – URL: <https://www.beauhurst.com/blog/uk-crowdfunding-landscape-2019/> (дата обращения: 26.03.2023)

диверсифицировать инвесторов, так как на платформах в инвестиционной активности участвуют и профессионалы, и непрофессионалы [Cumming, Meoli, Vismara, 2021]. Так, в случае если непрофессионалы не обращают должного внимания на краудфандинговую кампанию конкретного бизнеса, всегда сохраняется шанс быть замеченным профессионалом и получить поддержку именно от него, либо же наоборот.

Одним из основных источников мотивации для обращения к акционерному краудфандингу как способу финансирования для эмитентов можно назвать необходимость в доступе к капиталу как в целом, так и к недорогому капиталу в частности. Для бизнеса на ранних стадиях развития доступ к большим объемам капитала затруднен в связи с сложностями скрининга и анализа жизнеспособности и прибыльности бизнес-модели со стороны потенциальных инвесторов. С другой стороны, стоимость заемного капитала иногда слишком высока для только начинающих свой путь предпринимателей [Belleflamme, Lambert, Schwienbacher, 2014]. Привлечение средств через обращение к венчурным капиталистам или к таким институтам, как банки, затруднено, тогда как выход на IPO представляется нереалистичным. Таким образом, акционерный краудфандинг заполняет пробел между использованием предпринимателями собственных средств и обращению к краудфандингу, основанному на вознаграждении, и получением капитала от профессиональных инвесторов [Lukkarinen et al., 2016].

Желание сохранить контроль над компанией может стать значительным мотивационным фактором для обращения к акционерному краудфандингу как способу привлечения капитала [Ahlers et al., 2015]. Получение финансирования через акционерный краудфандинг предполагает привлечение небольших сумм от большого количества лиц, таким образом, за счет размещения небольшой доли капитала и распределением его между значительным количеством инвесторов, создатели компании могут сохранить контроль над бизнесом.

Для размещения на краудфандинговой платформе компании необходимо прохождение гораздо меньшего количества проверок в сравнении, к примеру, с публичным размещением, а значит бизнес несет более низкие издержки. Более того, процедура размещения документов и информации упрощена, что позволяет эмитенту сделать это самостоятельно, а также частично автоматизирована. Таким образом, входной барьер низок, а значит большее количество компаний могут получить доступ к средствам, необходимым для дальнейшего роста и развития.

Краудфандинговые платформы позволяют инвесторам познакомиться с большим количеством компаний, а бизнесы, в свою очередь, могут повысить свою узнаваемость и привлечь не только инвесторов, но и новых клиентов. Таким образом, компании не просто получают необходимый капитал, но и устанавливают личные отношения с инвесторами, которые могут перерасти в долгосрочные.

Предприниматели также получают возможность охватить более широкую аудиторию потенциальных потребителей в случае использования акционерного краудфандинга. На ранних стадиях развития, такая возможность позволяет значительно увеличить количество потребителей, а также удешевить этот процесс [Belleflamme, Lambert, Schwienbacher, 2014]. Помимо привлечения внимания к бизнесу на локальном рынке, также существует возможность географической экспансии, связанной как с предложением продукта, так и с привлечением капитала, в молодом возрасте, так как некоторые платформы работают на международном рынке. Примером является платформа Crowdcube, с 2021 года осуществляющая деятельность на рынке Европейского Союза помимо рынка Великобритании⁹.

Предприниматели, видя успех других бизнесов, привлечших финансирование и превысивших свою цель на платформах, могут стремиться к повторению их истории на своем примере. Так, получение инвестиций от широкого круга лиц может послужить внешним подтверждением ценности бизнеса для общества, а значит добавить уверенности в собственных способностях для предпринимателей и повысить их мотивацию для работы над компанией [Gerber, Hui, Kuo, 2012].

1.3 Факторы инвестиционной привлекательности компаний на краудфандинговых платформах: гипотезы исследования

В случае принятия решения о привлечении капитала с помощью акционерного краудфандинга, компании нередко сталкиваются с проблемой определения приоритетных направлений активности для повышения уровня привлекательности кампании на платформе и ориентируются на свою интуицию при ее решении [Thürriidl, Kamleitner, 2016]. Таким образом, страницы краудфандинговых кампаний на платформе могут иметь в себе недостаточно

⁹ Investing without borders: Croudcube receives European authorization // Сайт Crowdcube. – Crowdcube, 2022. – URL: <https://www.crowdcube.com/explore/blog/crowdcube/investing-without-borders-crowdcube-receives-european-authorisation> (дата обращения: 26.03.2023)

информации, что, в свою очередь, приводит кампанию к ситуации, в которой целевой уровень финансирования не был достигнут [Kaartemo, 2017].

Одним из важных факторов инвестиционной привлекательности кампании можно назвать ее надежность, видимую для инвестора при первом знакомстве с бизнесом на платформе.

Наличие успешных краудфандинговых раундов на той же платформе в прошлом может оцениваться в качестве сигнала качества текущей кампании, так как если ранее бизнес уже проводил привлечение капитала на платформе, и цель была достигнута и даже превышена, а капитал использовался именно на указанные на платформе направления развития бизнеса, уровень надежности компании в глазах потенциальных инвесторов может расти и они, в свою очередь, будут более расположены к совершению инвестиций. Помимо того, что бизнес выглядит более надежным по причине наглядного отражения его непрерывного развития, большая видимая надежность может также быть связана с таким явлением, как «мудрость толпы», а именно с тем, что в предыдущих раундах инвесторы уже провели процесс скрининга и приняли решение об инвестировании в краудфандинговую кампанию, которая по их мнению будет успешна, и результат кампании и последующие изменения в бизнесе это подтвердили [Kleinert, Volkman, Grünhagen, 2020]. Однако, описанный выше феномен более вероятен в случае непрофессиональных инвесторов, так как в их распоряжении находится гораздо меньше ресурсов для проведения полноценного скрининга рассматриваемой ими компании и оценки рискованности потенциального вложения капитала.

В случае, если в тексте, размещенном компанией на платформе, присутствует информация о том, что бизнес получал капитал от профессиональных инвесторов (венчурные капиталисты, бизнес-ангелы), потенциальные инвесторы также могут получить сигнал о высоком качестве бизнеса [Kleinert, Volkman, Grünhagen, 2020]. Профессионалы имеют большой объем ресурсов, которые направляются ими на изучение и анализ эмитента для принятия решения о вложении капитала, а также, в силу опыта, обладают высоким уровнем экспертизы, а также подвержены репутационному риску. Так, они наименее склонны к совершению заведомо невыгодных инвестиций [Ralcheva, Roosenboom, 2016]. Однако в силу того, что профессионалы располагают большим объемом финансовых ресурсов, а также диверсифицируют свои вложения, они могут останавливать свой выбор на бизнесах, несущих больший риск. При этом, более высокая рискованность проекта часто связана с более высоким уровнем дохода в случае его успеха, и более риск-нейтральные инвесторы могут

пойти на финансовую поддержку высокорискованных проектов с расчетом на более высокую прибыльность в дальнейшем [Capizzi, Carluccio, 2016]. Однако, инвесторы, имеющие низкую толерантность к риску, могут отказаться от инвестиций в бизнесы, куда вложены средства профессионалов, так как могут оценивать их как более рискованные.

Наличие упоминаний бизнес-консультантов (advisors), работающих с компанией, также может повышать шансы на успешный раунд краудфандинга. Они могут привнести дополнительный социальный капитал и более высокий уровень экспертизы в дополнение к тому, что уже есть у команды, работающей над проектом, а также у консультантов может быть широко развитая сеть контактов, что способствует признанию бизнеса в профессиональных кругах, а также позволяет получить полезные для дальнейшей работы связи и знакомства [Fajarini, Dalimunthe, Naikal, 2021; Ralcheva, Roosenboom, 2016]. Можно говорить о том, что венчурные капиталисты и бизнес-ангелы могут выступать в роли бизнес-консультантов, так как они, в том числе, работают над бизнесом вместе с командой, однако долгосрочная мотивация данных групп различается, также, как и причины, по которым они работают над проектами.

Наличие инновационной активности может быть важным фактором при принятии решения инвестором, так как она добавляет компании конкурентные преимущества, а значит прибавляет ценности и в дальнейшем дает пути для получения дополнительной прибыли [Березинец, Ильина, Кляровская, 2021]. При этом, патенты являются прямым следствием инновационной деятельности, так как они позволяют компаниям защитить свои разработки и в дальнейшем извлекать из них прибыль. Более того, при наличии у бизнеса зарегистрированного или находящегося на стадии регистрации патента, как рынок, так и инвесторы получают сигнал о том, что компания имеет большую вероятность выживания, получения прибыли, что в свою очередь, позволит инвесторам получить доход от вложенных средств [De Vries et al., 2017]. Также, тот факт, что бизнес ведет инновационную деятельность, позволяет судить о высоком уровне интеллектуального капитала и, соответственно, высоких шансах успеха бизнеса [Ahlers et al., 2015].

Фактором привлекательности является и достаточность информации о команде, работающей над проектом. Создатели бизнеса и члены команды, которые занимаются его развитием, являются одним из наиболее ценных активов, которые есть у компании. В случае, если люди, работающие над проектом, уже заслужили признание в сфере своей деятельности или в бизнес-среде через участие в подобных проектах или работу на соответствующих

позициях, инвесторы могут обращать более пристальное внимание на компанию, так как благодаря объему опыта и экспертизы, вероятность успешного и стремительного роста и развития будет довольно высокой [Sahlman, 1997]. Соответственно, предоставление информации о наличии релевантного опыта в сфере, в которой функционирует бизнес, может повысить вероятность успеха кампании [Johan, Zhang, 2022].

Помимо опыта работы, знания и контакты, накопленные в процессе получения образования, играют важную роль в компетентности команды, работающей над бизнесом. В случае с деятельностью, связанной с инновациями, члены команды должны иметь достаточные знания, связанные с технической частью процесса, для успешного создания продукта. С другой стороны, бизнес-сторона проекта также должна иметь поддержку со стороны людей, имеющих квалификации для развития проекта и вывода его на рынок. Так, наличие у фаундеров и команды образования, соответствующего сфере деятельности, а также позиции, может быть важно для потенциальных инвесторов [Coakley, Lazos, Liñares-Zegarra, 2022].

Наличие различных ролей в бизнесе подразумевает, что их должны заполнять люди с разными бэкграундами как в жизненном опыте, так и образовании, опыте работы. Таким образом снижается уровень информационной асимметрии и повышается качество человеческих ресурсов. Вероятность удачи в привлечении средств в рамках краудфандингового раунда выше у команд, состоящих из нескольких человек, нежели у индивидуальных предпринимателей [Coakley, Lazos, Liñares-Zegarra, 2022]. В то время, как над проектом работает группа людей, в том числе находящихся в найме, именно у создателей бизнеса на ранних сроках его существования мотивация для вложения ресурсов в развитие компании и ее рост более высока, и именно они выстраивают работу наемных сотрудников. Соответственно, в случае если команда фаундеров состоит из нескольких человек, объем как времени, которое они тратят на бизнес, так и интеллектуальных ресурсов увеличивается, что позволяет выстроить более продуктивную работу и разделить зоны ответственности между наиболее замотивированными лицами.

На основании информации о факторах инвестиционной привлекательности краудфандинговой кампании, связанных с видимой надежностью и стабильностью бизнеса, приведенной выше, были выдвинуты следующие гипотезы:

Гипотеза 1 (H1). Сумма, полученная в предыдущих раундах финансирования на платформе положительно взаимосвязана с результативностью краудфандинговой кампании.

Гипотеза 2 (H2). Результативность краудфандинговых компаний выше для эмитентов, которые упоминают в кампании предыдущие раунды финансирования от профессиональных инвесторов.

Гипотеза 3 (H3). Компании, имеющие большее количество фаундеров, демонстрируют более высокую результативность краудфандинговых раундов.

Гипотеза 4 (H3). Результативность краудфандинговых раундов выше для бизнесов, раскрывающих информацию о таких подтверждениях внутренней экспертизы, как образование и опыт работы фаундеров, а также наличие патентов.

Гипотеза 5 (H4). Результативность краудфандинговых компаний выше для компаний, упоминающих наличие бизнес-консультанта, работающего с командой, на странице кампании на платформе.

Взаимодействие с клиентами и инвесторами необходимо для любого бизнеса, так как именно таким способом компания распространяет информацию о достижениях, новых продуктах, своих новостях. Согласно исследованиям [Reichenbach, Walther, 2021; Block, Hornuf, Moritz, 2018], чем больше обновлений, информации о ходе и успехе кампании, размещается в социальных сетях или на самой краудфандинговой платформе, тем более вероятен ее успех, так как апдейты повышают активность инвесторов, заинтересованных в кампании, показывая им изменения, происходящие с бизнесом. Это связано с тем, что размещение новостей позволяет бизнесу поделиться новыми достижениями, часть из которых еще не была известна в начале кампании, тем самым привлекая большее внимание и снижая стоимость скрининга для потенциальных инвесторов.

Помимо размещения новостей о ходе кампании на платформе, существуют и иные, менее формальные каналы распространения информации о проведении краудфандингового раунда [Hobbs, Grigore, Molesworth, 2016], в частности, социальные сети, что позволяет бизнесу привлекать к раунду не только инвесторов, уже зарегистрированных на платформе, но и клиентов, которые хотят владеть долей в компании, продуктами или услугами которой они уже пользуются. Данное явление может работать и наоборот, так, инвесторы, могут становиться клиентами бизнеса, в который они вложили свои средства. Существование такого явления, как «fanancing», является подтверждением факта того, что краудфандинговые кампании могут становиться более успешными в случае, если бизнес не просто ведет активную коммуникацию с потребителями и инвесторами, но объединяет их в сообщество по признаку любви к их товару. Наглядным примером является успех компании Brewdog, успешно

привлекшей средства в рамках 5 раундов на платформе Crowdcube, в последнем из которых заявленная цель была превышена в 6,6 раз. Инвесторы, как и клиенты данной компании, объединены по признаку любви и интереса к крафтовому пиву, а бизнес, в свою очередь, поддерживает и поощряет данный интерес через проведение различных мероприятий, доступных только для членов сообщества, что объединяет их еще сильнее.

Гипотеза 6 (H6). Компании, ведущие более активную коммуникацию с потенциальными инвесторами через краудфандинговую платформу и социальные сети, демонстрируют более высокую результативность краудфандинговых раундов.

На странице краудфандингового раунда компании могут размещать такие материалы как тексты, видео и фото. Объем и качество таких материалов играют важную роль [Hobbs, Grigore, Molesworth, 2016], так как именно они могут либо привлечь потенциального инвестора и поспособствовать тому, что он направит запрос на получение питч-дек, либо же просмотреть страницу и перейти к следующему предложению.

Текст, содержащий описание бизнеса и рынка, на котором он работает, является одним из первых источников информации о компании, с которым инвестор знакомится на платформе. Следовательно, объем должен быть достаточным для того, чтобы потенциальный инвестор получил первичное представление о бизнес-модели, текущем положении проекта и дальнейшей траектории его развития, на которую, наиболее вероятно, будет направлен капитал, полученный в рамках раунда [Choy, Schlagwein, 2016]. Также, важной информацией для инвестора может стать описание рынка, на котором осуществляет свою деятельность компания. Таким образом, объем информации о бизнесе и сфере, в которой он работает, может влиять на успешность кампании [Johan, Zhang, 2022], так как именно в рамках прочтения текста инвестор может решить, стоит ли ему продолжать скрининг бизнеса, и, соответственно, тратить свои ресурсы на него.

Цели финансирования, а именно активности, на которые будет использован привлеченный капитал, должны быть понятны инвестору при получении первичного понимания бизнеса, так как любая инвестиция совершается с расчетом на получение прибыли в будущем, соответственно, отсутствие подобных данных в тексте может послужить причиной не доверять проекту [Gerber, Hui, 2013]. По причине того, что не вся информация о краудфандинговой кампании доступна инвестору на платформе сразу (как упоминалось выше, на платформе Crowdcube инвестору необходимо направлять дополнительный запрос для того, чтобы получить доступ к питч-дек), содержание главной страницы кампании должно нести в

себе достаточно данных для формирования первичного интереса для совершения финансового вложения.

Гипотеза 7 (H7). Объем информации в описании бизнеса и рынка, на котором он работает, положительно взаимосвязан с результативностью краудфандингового раунда.

Гипотеза 8 (H8). Компании, предоставляющие больший объем информации о целях финансирования через платформу, демонстрируют более высокую результативность краудфандинговых раундов.

Гипотеза 9 (H9). Объем фото- и видеоматериалов, размещаемых на странице краудфандинговой кампании, положительно взаимосвязан с результативностью кампании.

1.4 Рынок акционерного краудфандинга в России

Краудфандинг в России мало развит, и, несмотря на то что фактически существует с середины двухтысячных, регуляция со стороны государства появилась только в конце 2019 года. Данная сфера регулируется Федеральным Законом «О привлечении инвестиций с использованием инвестиционных платформ и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» от 02.08.2019 №259-ФЗ, вступившим в силу с 01 января 2020 года. В то время, как слово «краудфандинг» не фигурирует в законе, он регулирует отношения, возникающие в связи с использованием платформ в интернете для совершения и привлечения инвестиций, определяет правовые основы деятельности таких платформ, а также выдачу и обращение ценных бумаг, удостоверяющих утилитарные права, полученные посредством инвестиций на платформах.

В России, инвестирование через интернет-платформы на данный момент представлено тремя способами:

1. Краудлендинг (предоставление займов);
2. Краудинвестинг (приобретение эмиссионных ценных бумаг);
3. УЦП (приобретение утилитарных цифровых прав).

Согласно данным Центрального Банка России¹⁰, который представил первый обзор рынка краудфандинга в России в 2022 году, спустя 2,5 года после начала регулирования данной сферы в стране, за это время в реестр операторов инвестиционных платформ (платформ, на которых компании могут привлекать средства в рамках краудфандинговых кампаний),

¹⁰ Обзор рынка краудфандинга в России // Сайт Банка России. – Банк России, 2022. – URL: https://cbr.ru/Collection/Collection/File/42097/crowdfunding_market_01_2022.pdf (дата обращения: 04.04.2023)

вступило 59 организаций, из которых 45 представлены краудлендинговыми платформами и 10 – краудинвестинговыми. На 31.12.2022 года в Российской Федерации были зарегистрированы уже 69 операторов инвестиционных платформ¹¹.

Динамика объема привлеченных денежных средств показана на графике ниже:

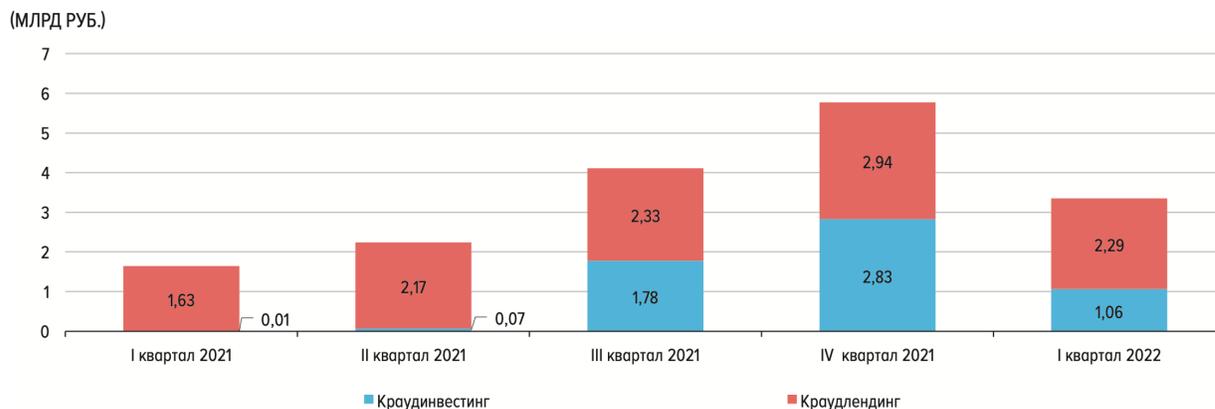


Рис.2 Объем средств, привлеченных с использованием инвестиционных платформ в разрезе типов инвестирования

Источник: [Банк России, 2022]

В то время, как в 2021 году можно отметить стабильный рост как в объемах средств, привлеченных как в рамках краудфандинга, так и в рамках краудинвестинга, можно наблюдать значительный спад в первом квартале 2022 года, что может быть связано с высоким уровнем неопределенности в стране в связи с усложнением геополитической ситуации. Однако, после частичной стабилизации ситуации на внутреннем рынке, наблюдалось повышение активности инвесторов, и число активных инвесторов за первый квартал 2022 года составило более 14 тысяч лиц (из которых более 95% - физические лица), что составляет около 45% от всех зарегистрированных инвесторов¹².

Согласно данным Обзора¹³, в России акционерный краудфандинг (или краудинвестинг) в большей части представлен как комплементарная услуга в дополнение к основной деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг и организуется, в частности, регистраторами для закрытого круга лиц. Более того, для привлечения инвестиций такой тип краудфандинга используют в основном крупные компании, хотя наблюдается также рост

¹¹ Реестр операторов инвестиционных платформ // Сайт Банка России. – Банк России, 2023. – URL: <https://www.cbr.ru/admissionfinmarket/register/nfo/?CF.Search=реестр+операторов+инвестиционных+платформ&C.F.Date.Time=Any&C.F.Date.DateFrom=&C.F.Date.DateTo> (дата обращения: 03.04.2023)

¹² Обзор рынка краудфандинга в России // Сайт Банка России. – Банк России, 2022. – URL: https://cbr.ru/Collection/Collection/File/42097/crowdfunding_market_01_2022.pdf (дата обращения: 04.04.2023)

¹³ Там же.

МСП, размещавших дополнительный выпуск ценных бумаг на краудинвестиционных платформах¹⁴.

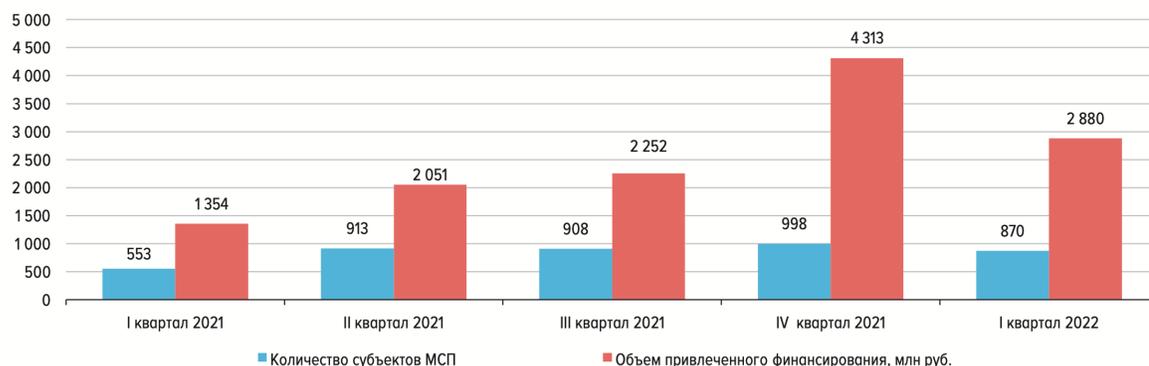


Рис.3 Субъекты МСП на рынке краудфандинга

Источник: [Банк России, 2022]

При анализе зарегистрированных в России операторов инвестиционных платформ было выявлено, что у 12 из 69 операторов инвестиционных платформ (17%), находящихся в реестре на конец 2022 года, не имеют функционирующих сайтов, соответственно, нельзя утверждать, что они осуществляют деятельность.

Стоит отметить, что некоторые крупные компании создают свои краудфандинговые платформы, примерами являются МТС и их будущая платформа МТС Звезды, Точка банк, Росатом и их дочерняя компания Атоминвест.

Из действующих на данный момент краудинвестиционных платформ можно назвать такие как PLF New Investments, Finmuster, Zapusk, НФК-Сбережения и Rounds (ранее работавшая под названием StarTrack).

Рассматривая краудинвестинг в России, в первую очередь стоит ориентироваться на такую платформу, как Rounds (ранее – StartTrack), так как она является крупнейшей в стране. На данной платформе, компании-эмитенты делятся на три эшелона – А (растущие компании, сделки от 99 млн. руб.), В (малые, сделки от 30 до 99 млн. руб.), С (стартапы, сделки до 30 млн руб.) В зависимости от эшелона, к компаниям применяются различные требования и различные комиссии¹⁵.

Для размещения, ко всем компаниям применяются следующие требования: необходимы финансовая модель, инвестиционная презентация, устав, акционерно соглашение. В случае

¹⁴ Обзор рынка краудфандинга в России // Сайт Банка России. – Банк России, 2022. – URL: https://cbr.ru/Collection/Collection/File/42097/crowdfunding_market_01_2022.pdf (дата обращения: 04.04.2023)

¹⁵ Требования к компаниям для размещения // Сайт Rounds. – Rounds, 2023. – URL: <https://rounds.ru/tarifs> (дата обращения: 12.05.2023)

компаний эшелона В к ним добавляются также длительность работы компании – не менее одного года, а также необходимость в проведении аудита финансовой отчетности за последние 12 месяцев в компании-партнере платформы и предоставлении аудиторского заключения. В случае компаний эшелона А, компания должна работать не менее 3 лет, необходимо аудиторское заключение, а также заключение оценщика¹⁶. Также, к компаниям предъявляются условия относительно уровня выручки, стоимости активов на балансе или, в случае целевого использования привлеченных средств на приобретение активов, о стоимости приобретенных активов.

Инвестором на платформе может стать любой человек, для начала работы с платформой необходимо зарегистрироваться на ней и загрузить скан-копию паспорта. Минимальная сумма инвестиций – 50 тыс. руб. При этом, так как платформа является некредитной организацией, инвесторы не имеют права осуществлять сделки на сумму более 600 тыс. руб. в рамках одного календарного года в случае, если они не являются профессиональными инвесторами¹⁷. Для признания лица профессиональным инвестором в Российской Федерации, они должны отвечать требованиям статьи 52.1 «Квалифицированные инвесторы» Федерального закона от 22.04.1996 N 39-ФЗ (ред. от 20.10.2022, с изм. от 19.12.2022) "О рынке ценных бумаг" (с изм. и доп., вступ. в силу с 19.04.2023).

1.5 Рынок акционерного краудфандинга в Великобритании

В 2021 году, по данным Facts&Factors¹⁸, объем спроса на акционерный краудфандинг по всему миру составлял \$13,5 млрд, и данное значение только продолжает возрастать. В Отчете о индустрии краудфандинга за 2022 год, опубликованном платформой Crowdspace¹⁹, отмечается, что на рынке краудфандинга Европейских стран в 2022 году наибольший объем платформ зарегистрирован в Великобритании, на втором месте стоит Эстония, в которой зарегистрировано 11% платформ, при этом 38% краудфандинговых платформ,

¹⁶ Требования к компаниям для размещения // Сайт Rounds. – Rounds, 2023. – URL: <https://rounds.ru/tarifs> (дата обращения: 12.05.2023)

¹⁷ Квалифицированные инвесторы // Сайт Rounds. – Rounds, 2023. – URL: https://rounds.ru/qualified_investor (дата обращения: 12.05.2023)

¹⁸ Facts & Factors // Сайт GlobalNewswire. – GlobalNewswire, 2022. – URL: <https://www.globenewswire.com/en/news-release/2022/04/12/2420860/0/en/Demand-for-Global-Crowdfunding-Market-Size-Share-to-Surpass-USD-28-2-Billion-by-2028-Exhibit-a-CAGR-of-11-8-Industry-Trends-Status-Revenue-Opportunities-Segmentation-Analysis-Forec.html> (дата обращения: 01.04.2023)

¹⁹ Crowdfunding industry report 2022 // Сайт Crowdspace. – Crowdspace, 2023. – URL: <https://thecrowdspace.com/whitepapers/crowdfunding-industry-report-2022/> (дата обращения: 05.04.2023)

зарегистрированных в Великобритании, планируют расширять свои операции на Европейский союз. В 2022 году 41% платформ отмечал возникновение сложностей в связи с отключением России от таких платежных систем как SWIFT, Visa и Mastercard, так как часть эмитентов и инвесторов находилась в этой стране. Также, в связи с нестабильной геополитической ситуацией, инвесторы становятся более чувствительны к риску и консервативны в своих инвестиционных решениях.

Страной с наиболее развитым институтом акционерного краудфандинга является Великобритания, где объем капитала, привлеченный эмитентами через онлайн-платформы, составлял 68% в 2017 году по данным Cambridge Centre of Alternative Finance²⁰. Из них, на акционерный краудфандинг приходился больший объем средств, чем на профессиональных инвесторов, а именно – 13%. По данным CrowdfunderHub²¹, на 2020 год именно акционерный краудфандинг являлся сегментом краудфандинга, в рамках которого был привлечен наибольший объем средств и профинансировано наибольшее количество компаний, £332 млн и 433 компании соответственно. В 2011-2021 годах, согласно Отчету о состоянии акционерного краудфандинга в Великобритании на 2022 год²², 2 107 британских компаний привлекли финансирование через 3 300 краудфандинговых компаний, 4 601 компаний привлекли средства от бизнес-ангелов и венчурных капиталистов через 7 309 раундов, из них 435 компаний привлекли оба вида финансирования.

Великобритания также стала одной из первых стран, в которой краудфандинг начал регулироваться на законодательном уровне. В 2014 Управлением по Финансовому Регулированию и Надзору (Financial Conduct Authority, FCA), несущим ответственность за регулирование краудфандинга на территории страны, был опубликован законодательный акт, который начал действовать в это же время.

На территории Великобритании работают 15 краудфандинговых платформ, некоторые из которых также осуществляют деятельность на территории других стран. Так, крупнейшая платформа Crowdcube, также ведущая деятельность на территории Европы, была использована для привлечения 50% средств, полученных через акционерный краудфандинг в 2020 году.

²⁰ 5th UK Alternative Finance Industry Report // Сайт University of Cambridge Judge Business School. – Cambridge Centre for Alternative Finance, 2018. – URL: <https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/5th-uk-alternative-finance-industry-report/#.YpIHSy35ZQI> (дата обращения: 05.04.2023)

²¹ United Kingdom: Current state of Crowdfunding in 2021 // Сайт CrowdfunderHub. – CrowdfunderHub, 2021. – URL: <https://www.crowdfunderhub.eu/united-kingdom-current-state-of-crowdfunding-2021/> (дата обращения: 05.04.2023)

²² The State of UK Equity Crowdfunding in 2022 // Сайт Beauhurst. – Beauhurst, 2022. – URL: <https://equityfd.com/news-events/the-state-of-uk-equity-crowdfunding-in-2022> (дата обращения: 05.04.2023)

Второй по величине является платформа Seedrs, приобретенная в 2022 году американской инвестиционной компанией Republic, через которую прошло 44% финансирования²³. В 2021 году платформа Crowdcube также оставалась на лидирующей позиции – через нее капитал привлекли 234 компании (общая сумма – £198 млн.), через платформу Seedrs – 272 бизнеса (на сумму £126 млн.) по данным Beauhurst²⁴.

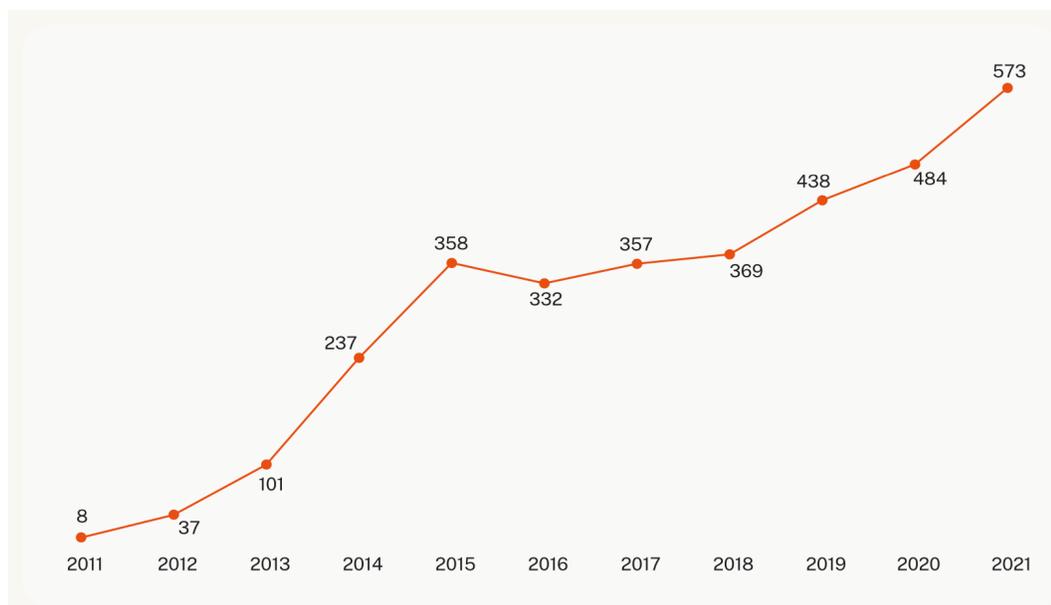


Рис.4 Количество сделок по привлечению финансирования через акционерный краудфандинг в Великобритании в 2011-2021 гг.

Источник: [Beauhurst, 2022]

При использовании платформы Crowdcube предполагается два варианта инвестирования:

1. Формирование прямой структуры владения – акции переходят в прямую собственность инвесторов;
2. Формирование номинальной структуры владения – акции переходят к номинальному держателю, который осуществляет права конечных собственников акций, включая участие в управлении бизнесом.

Принцип «all or nothing» («все или ничего»), осуществляемый платформой, предполагает, что краудфандинговая кампания должна достигнуть своей изначальной цели

²³ United Kingdom: Current state of Crowdfunding in 2021 // Сайт CrowdfundingHub. – CrowdfundingHub, 2021. – URL: <https://www.crowdfundinghub.eu/united-kingdom-current-state-of-crowdfunding-2021/> (дата обращения: 05.04.2023)

²⁴ The State of UK Equity Crowdfunding in 2022 // Сайт Beauhurst. – Beauhurst, 2022. – URL: <https://equityfd.com/news-events/the-state-of-uk-equity-crowdfunding-in-2022> (дата обращения: 05.04.2023)

или даже превысить ее. В ином случае, средства, которые были привлечены в ходе размещения, возвращаются инвесторам, так как до окончания кампании они находятся на депозитном счете и переходят к эмитенту только по результатам раунда.

На платформе Crowdcube инвестор не получает доступ ко всей информации, связанной с краудфандинговой кампанией, при первом знакомстве с ее страницей. Так, на основной странице размещена базовая информация о раунде, такая как промежуточный итог, цель, количество инвесторов, объем предлагаемого капитала, а также текст с описанием компании, предоставленный эмитентом, описание команды, а также различные фото- и видеоматериалы, ссылки на социальные сети. Доступ к питч-дек предоставляется по отдельному запросу, который потенциальный инвестор может направить на этой же самой странице, таким образом, для ознакомления с более детальной информацией о бизнесе и конкретном раунде, потенциальный инвестор должен принять решение о своей заинтересованности в проекте на основании данных, находящихся в открытом доступе.

ГЛАВА 2. ЭМПИРИЧЕСКОЕ ИССЛЕДОВАНИЕ

2.1 Формирование выборки

Для формирования выборки, на которой проводилось исследование, были использованы краудфандинговые кампании, размещавшиеся на британской платформе Crowdfunder в 2022 году. Данные были взяты с сайта платформы, социальных сетей компаний и сайта Регистрационной палаты Великобритании (Companies House).

Название компаний, заявленная цель, собранная сумма средств, предлагаемая доля собственного капитала, сумма, собранная в рамках предыдущих раундов, наличие патентов, бизнес-консультантов (advisors), поддержки со стороны профессиональных инвесторов, наград, количество социальных сетей и апдейтов, объем текста описания компании и цели финансирования, а также длительность видео, количество фото, количество инвесторов, минимальная сумма инвестиций были собраны с платформы Crowdfunder. Количество апдейтов в социальных сетях было собрано по информации социальной сети Instagram²⁵. Размер компании был рассчитан по сумме активов с сайта Companies House.

Таким образом, была сформирована выборка из 150 британских бизнесов, краудфандинговые кампании которых проводились на платформе Crowdfunder и завершились в 2022 году.

2.2 Методология

Было составлено две регрессионные модели, в которых рассматривалась взаимосвязь надежности, социальной активности и объема раскрытой информации и инвестиционной привлекательности краудфандинговых кампаний на платформе.

В первой модели (1) исследуется взаимосвязь сигналов надежности компании и ее результативности:

$$\begin{aligned} Attract_i = & \beta_0 + \beta_1 equity_i + \beta_2 size_i + \beta_3 rounds_i + \beta_4 patent_i + \beta_5 advisory_i + \\ & + \beta_6 vcback_i + \beta_7 foundrs_i + \beta_8 reled_i + \beta_9 relexp_i + \varepsilon_i, \end{aligned} \quad (1)$$

где $i = 1, \dots, 150$ – номер компании-эмитента на краудфандинговой платформе. В уравнении зависимая переменная $Attract_i$ – привлекательность компании для инвесторов на краудфандинговых платформах, ε_i – случайные величины, $\beta_k, k = 0, 1, \dots, 9$ – неизвестные параметры.

²⁵ Принадлежит Meta, признанной в РФ экстремистской организацией, деятельность запрещена на территории РФ.

В эмпирическом исследовании использовались следующие переменные:

Таблица 1. Описание переменных регрессионной модели №1

Переменная	Описание
<i>Зависимая переменная</i>	
<i>Attract_i</i>	Показатель привлекательности кампании на краудфандинговой платформе вычисляется по формуле: $Attract_i = \frac{Raised_i}{Target_i},$ где <i>Raised_i</i> – сумма средств, привлеченных на краудфандинговой платформе, а <i>Target_i</i> – сумма средств, заявленная как первоначальная цель.
<i>Независимые переменные</i>	
<i>rounds_i</i>	Сумма средств, привлеченная в рамках предыдущих раундов на платформе.
<i>patent_i</i>	Бинарная переменная, принимающая значение, равное 1, при наличии упоминания уже полученного или находящегося на стадии получения патента и значение, равное 0, если упоминаний нет.
<i>advisory_i</i>	Бинарная переменная, принимающая значение, равное 1, упоминании советников (advisors), помогающих бизнесу и значение, равное 0, если упоминаний нет.
<i>vcback_i</i>	Бинарная переменная, принимающая значение, равное 1 в случае, если в тексте описания упоминаются ранее полученные инвестиции от профессиональных инвесторов и значение, равное 0, если упоминаний нет.
<i>foundrs_i</i>	Количество фаундеров, указанное на платформе.
<i>reled_i</i>	Бинарная переменная, принимающая значение 1 в случае, если на платформе указано образование, полученное фаундерами, и оно соответствует сфере, в которой работает бизнес, и значение, равное 0 в случае, если подобная информация не указана или образование не является релевантным.

Продолжение Таблицы 1

<i>relexp_i</i>	Бинарная переменная, принимающая значение 1 в случае, если на платформе указан опыт работы фаундеров в сфере, в которой работает бизнес, либо на соответствующих должностях в других компаниях, и значение, равное 0 в случае, если подобная информация не указана или опыт работы не является релевантным.
<i>Контрольные переменные</i>	
<i>equity_i</i>	Доля собственного капитала, которую компания предлагает на краудфандинговой платформе.
<i>size_i</i>	Размер компании. Измеряется как логарифм активов компании на момент привлечения денежных средств.

Во второй модели (2) исследуется взаимосвязь объема раскрытой информации и социальной активности и результативности краудфандингового раунда:

$$\begin{aligned}
 Attract_i = & \beta_0 + \beta_1 equity_i + \beta_2 size_i + \beta_3 wdescr_i + \beta_4 wfund_i + \\
 & + \beta_5 vidlength_i + \beta_6 pictnumb_i + \beta_7 smupd_i + \beta_8 platfupd_i + \varepsilon_i,
 \end{aligned}
 \tag{2}$$

где $i = 1, \dots, 150$ – номер компании-эмитента на краудфандинговой платформе. В уравнении зависимая переменная $Attract_i$ – привлекательность кампании для инвесторов на краудфандинговых платформах, ε_i – случайные величины, $\beta_k, k = 0, 1, \dots, 8$ – неизвестные параметры.

В эмпирическом исследовании использовались следующие переменные:

Таблица 2. Описание переменных регрессионной модели №2

Переменная	Описание
<i>Зависимая переменная</i>	
<i>Attract_i</i>	Показатель привлекательности кампании на краудфандинговой платформе вычисляется по формуле: $Attract_i = \frac{Raised_i}{Target_i},$ где <i>Raised_i</i> – сумма средств, привлеченных на краудфандинговой платформе, а <i>Target_i</i> – сумма средств, заявленная как первоначальная цель.
<i>Независимые переменные</i>	
<i>wdescr_i</i>	Переменная, принимающая значение количества слов в описании кампании на платформе.
<i>wfund_i</i>	Переменная, принимающая значение количества слов в описании направления использования средств, полученных в рамках раунда.
<i>vidlength_i</i>	Переменная, принимающая значение суммарной длительности всех видео, размещенных на платформе в рамках кампании (в секундах).
<i>pictnumb_i</i>	Количество фотографий, содержащих текстовую информацию, размещенных в рамках краудфандингового раунда на платформе.
<i>smupd_i</i>	Количество апдейтов о ходе краудфандинговой кампании в профиле компании в Instagram ²⁶ .
<i>platfupd_i</i>	Количество апдейтов о ходе краудфандинговой кампании и о новостях бизнеса на платформе.
<i>Контрольные переменные</i>	
<i>equity_i</i>	Доля собственного капитала, которую компания предлагает на краудфандинговой платформе.
<i>size_i</i>	Размер компании. Измеряется как логарифм активов компании на момент привлечения денежных средств.

²⁶ Принадлежит Meta, признанной в РФ экстремистской организацией, деятельность запрещена на территории РФ.

Что касается использованных в эмпирическом исследовании показателей, то измерение инвестиционной привлекательности компании может производиться различными способами, к примеру по количеству инвесторов, вложивших средства, по величине привлеченного капитала, а также по тому, удалось ли достичь заявленной в кампании цели [Dority, Borchers, Hayes, 2021]. В качестве зависимой переменной была использована переменная *Attract*, демонстрирующая отношение суммы средств, привлеченной в рамках краудфандингового раунда, к сумме, заявленной как целевой изначально [De Crescenzo, Ribeiro-Soriano, Covin, 2020], так как количество инвесторов может некорректно отражать картину успешности – значительная сумма может быть привлечена от профессионального инвестора, а значит для достижения цели необходимо меньшее количество инвестиций; величина привлеченного капитала же может отличаться в зависимости от размера компании, а значит более крупные бизнесы, привлекающие большие суммы, могут казаться более успешными, чем мелкие компании.

Переменные, использованные в качестве объясняющих, были выделены из различных исследований на тему детерминант успеха краудфандинговых кампаний. Использовались в том числе исследования, связанные с краудфандингом, основанным на вознаграждении.

Говоря о переменной *rounds*, обозначающей сумму, привлеченную в рамках предыдущих краудфандинговых раундов, исследование [Kleinert, Volkmann, Grünhagen, 2020], в котором рассматриваются 221 краудфандинговая кампания, проведенная на британской платформе Crowdcube между апрелем 2017 и апрелем 2018 года, утверждает, что наличие предыдущих раундов краудфандинга имеет положительную взаимосвязь с результативностью краудфандинговой кампании и в случае, когда в качестве объясняемой переменной используется количество инвесторов, и когда ей является бинарная переменная, принимающая значение 1 если цель финансирования была достигнута.

В случае переменной бинарной *vcback*, которая обозначает наличие или отсутствие финансовых вложений от профессиональных инвесторов, раскрытой в тексте, исследования дают противоречивые результаты: исследование [Reichenbach, Walther, 2021], проведенное на выборке из 105 кампаний, опубликованных на платформе Companisto до 1 мая 2019 года, демонстрирует отсутствие статистически значимой взаимосвязи между наличием инвестиций от известных профессиональных инвесторов и результативностью кампании. В работе [Kleinert, Volkmann, Grünhagen, 2020] выявлено, что наличие инвестиций от профессионалов (венчурных капиталистов, бизнес-ангелов) имеет взаимосвязь с количеством инвесторов,

однако не является статистически значимым в модели, где зависимой переменной является достижение цели финансирования, соответственно, нельзя утверждать, что взаимосвязь имеется. С другой стороны, исследование [Ralcheva, Roosenboom, 2016], в выборку для которого попала 541 краудфандинговая кампания, проведенная на платформе Crowdcube с 2012 до марта 2015 года, выявляет положительную взаимосвязь между наличием инвестиций от бизнес-ангелов и результативностью раунда.

Результаты исследований относительно того, имеется ли взаимосвязь между наличием патента (переменная *patent* в данном исследовании) и результативностью краудфандинговой кампании, расходятся. Так, в некоторых работах данная взаимосвязь не выявлена [Kleinert, Volkmann, Grünhagen, 2020], тогда как другие авторы [Ralcheva, Roosenboom, 2016; Березинец, Ильина, Кляровская, 2021; Hornuf, Schwienbacher, 2017; Nguyen, Cox, Rich, 2019] находят, что наличие зарегистрированных патентов у бизнеса позволяет им привлечь больший объем финансирования.

Говоря о взаимосвязи наличия информации о бизнес-консультантах, работающих с бизнесом (переменная *advisory*) и результативностью раунда, стоит отметить, что авторы [Ralcheva, Roosenboom, 2016; Fajarini, Dalimunthe, Naikal, 2021] показывают, что компании, имеющие консультантов, привлекают больший объем финансирования и большее количество инвесторов, чем бизнесы, работающие без них.

В случае переменной *reled*, обозначающей наличие или отсутствия у создателей компании релевантного образования, работы показывают следующее: некоторые авторы [Kleinert, Volkmann, Grünhagen, 2020; Coakley, Lazos, Liñares-Zegarra, 2022] находят положительную статистически значимую взаимосвязь с результативностью кампании (как выраженную в количестве инвесторов, так и в достижении изначальной цели). При этом, авторы учитывают только наличие таких степеней, как PhD и MBA и не рассматривают наличия бакалаврского или магистерского диплома в релевантной сфере. В исследовании [Ahlers et al., 2015], выборкой для которого стали 104 кампании, проведенные на австралийской платформе ASSOB в 2006-2011 годах, было выявлено, что наличие MBA у членов совета директоров положительно взаимосвязано с результативностью раунда. Авторы работы [Fajarini, Dalimunthe, Naikal, 2021], рассматривающие выборку из 201 успешной краудфандинговой кампании, собранной с 7 платформ, зарегистрированных в Малайзии, Южной Корее, ОАЭ, Индонезии, за 2018-2019 годы, показывают наличие положительной взаимосвязи между наличием как минимум магистерской степени у членов команды

(отношение количества человек с указанным образованием к общему числу фаундеров) и результативностью кампании.

Наличие опыта ведения бизнеса у фаундеров и его взаимосвязь с успешностью раунда также изучено некоторыми исследователями. Так, [Fajarini, Dalimunthe, Naikal, 2021], показывают, что в случае, если как минимум у одного члена команды есть опыт работы в бизнес-среде или создания бизнеса, вероятность успеха краудфандинговой кампании выше. Соответствующие результаты также связаны и с наличием опыта работы в сфере, схожей со сферой работы бизнеса. Исследование [Coakley, Lazos, Liñares-Zegarra, 2022], в выборку которого попали 1 291 краудфандинговая кампания, проведенная на британских платформах Crowdcube, Seedrs, SyndicateRoom в период с 2013 по 2018 год, в котором была также изучена взаимосвязь опыта работы в соответствующей индустрии, показывает наличие положительной связи между длительностью опыта работы в похожей сфере или на схожей позиции фаундеров и результативностью кампании. В то же время, согласно исследованию [Johan, Zhang, 2022], проведенному на 6 870 кампаниях на американской платформе EquityNet в период с 2007 по ноябрь 2016 года, прежний опыт работы фаундеров имеет взаимосвязь с результативностью кампании в таких индустриях, как производство, информационные услуги, ритейл, а в случае с недвижимостью, здравоохранением, профессиональным обслуживанием, такой взаимосвязи выявлено не было.

Количество основателей бизнеса, обозначаемое в исследовании переменной *foundrs*, рассматривается в небольшом количестве работ. Авторами исследования [Fajarini, Dalimunthe, Naikal, 2021] выявлено, что большее количество фаундеров может быть взаимосвязано с результативностью краудфандинговой кампании, так как данная переменная является статистически значимой в модели, направленной на анализ человеческого капитала, и таковой не является в модели, объединяющей характеристики кампании, человеческих ресурсов и социального капитала. Исследование [Coakley, Lazos, Liñares-Zegarra, 2022] также показывает, что команды предпринимателей имеют большую вероятность достичь заявленной цели в привлечении капитала на краудфандинговой платформе. Более того, авторы исследуют дальнейшее состояние компаний и показывают, что шансы на выживание и успешное развитие у таких бизнесов также выше, чем у компаний, основанных индивидуальным предпринимателем.

Что касается апдейтов о ходе кампании (переменные *platfupd* и *smupd*), работа [Reichenbach, Walther, 2021], демонстрирует наличие обратной взаимосвязи между

количеством опубликованных новостей о развитии бизнеса, изменениях в бизнес модели и вероятностью неудачи проекта. При этом, вероятность провала проекта взаимосвязана с изменениями в команде, внешней сертификацией и развитием краудфандинговой кампании. Данные результаты, однако, противоречат результатам других авторов [Block, Hornuf, Moritz, 2018], находящих положительную взаимосвязь между апдейтами о ходе краудфандинговой кампании и активностью инвесторов (и, соответственно, успешностью кампании). В исследовании [Hobbs, Grigore, Molesworth, 2016], проводимых на основе данных, собранных с платформы Kickstarter (100 кампаний, проведенных в 2013 году), было выявлено, что в среднем именно успешные краудфандинговые кампании предоставляют большее количество апдейтов.

В случае переменной *pictnumb*, обозначающей количество фотографий, представленных на платформе, работы показывают следующее: авторами [Fajarini, Dalimunthe, Haikal, 2021] было выявлено, что статистически значимой взаимосвязи между результативностью раунда и количеством фотографий на платформе не выявлено. Данный результат соответствует исследованиям [Borello, De-Crescenzo, Pichler, 2019; Mamonov, Malaga, 2018], также проведенным на примере платформ, специализирующихся на акционерном краудфандинге.

Подобная ситуация может наблюдаться и в случае исследований взаимосвязи длительности видеоматериалов (переменная *vidlength*) и результативностью раунда. Авторы [Fajarini, Dalimunthe, Haikal, 2021; Borello, De-Crescenzo, Pichler, 2019; Mamonov, Malaga, 2018], рассматривающие количество видео, представленных на платформе, не выявляют статистически значимой взаимосвязи между данным показателем и успешностью кампании.

С другой стороны, исследования [Kunz et al., 2017; Bao, Huang 2017], основанные на краудфандинговых кампаниях, проведенных на reward-based платформах, показывают наличие положительной взаимосвязи между объемом видео- и фотоматериалов и успехом раунда.

Говоря о тексте, предоставляемом инвесторам для ознакомления с кампанией и бизнесом (переменная *wdescr* в данном исследовании), авторы [Johan, Zhang, 2022] утверждают, что длина описания бизнеса важна для успешности краудфандинговых кампаний, однако авторы рассматривают не объем информации в целом, а лишь качественную информацию (конкретные факты, предоставленные в описании).

В случае же текста, описывающего цели привлечения средств (переменная *wfund*), исследование [Gerber, Hui, 2013], концентрирующееся на факторах привлекательности кампаний, относящихся к краудфандингу, основанному на вознаграждениях, выделяет

недостаточность информации о целях финансирования как важный фактор, останавливающий потенциальных инвесторов.

В работе [Yasar et al., 2022] исследуется, в том числе, взаимосвязь открытости фаундеров к коммуникации и результативностью кампании. В данном случае, открытость к коммуникации включает в себя количество фото и видео, комментариев на платформе, текста описания бизнеса и целей финансирования. Результатом исследования стал вывод о том, что открытость к коммуникации имеет прямую взаимосвязь с результативностью краудфандинговой кампании.

В качестве контрольных переменных были использованы *equity* и *size*. Согласно некоторым авторам [см, например: Ralcheva, Rosenboom, 2016], предлагаемая инвесторам на платформе доля собственного капитала, имеет прямую взаимосвязь с показателем, отражающим отношение привлеченных средств к изначально заявленной сумме. Большая сумма, привлекаемая на платформе, может являться показателем масштабности финансируемых через привлечение средств активностей, а значит служить положительным сигналом о росте и развитии компании для инвесторов.

2.3 Описательная статистика переменных

Из изучаемых компаний 93% набрали или превысили сумму, заявленную как целевую в рамках краудфандингового раунда. 23% компаний превысили ее в 2 или более раз, а 6% - в три или более раз. Самыми успешными за рассматриваемый период стали краудфандинговые раунды ZOE LIMITED, которые собрали в 7 раз больше средств, нежели было заявлено изначально, и Levistor LTD, собравших в 6,15 раз больше целевого значения. В случае, если компания не могла достичь изначально поставленной цели, собранные средства возвращаются инвесторам, следовательно, показатель *Attract* равен 0. Для трети компаний раунд, включенный в выборку, не стал первым, из них для 33% это был третий или более поздний раунд.

Среднее значение показателя *Attract* для выборки составило 1,72, соответственно, компаниям в среднем удавалось привлечь в 1,7 раз больше средств на платформе, чем было заявлено в исходной цели. Исследование [Березинец, Ильина, Кляровская, 2021], проведенное на выборке из 179 компаний, размещавших краудфандинговые раунды на платформе Crowdcube с 2011 по 2020 годы, среднее значение подобного показателя составило 1,44. Такое отличие может быть объяснено тем, что исследование проводилось в период, когда краудфандинг в Великобритании был менее распространен, соответственно меньшее

количество компаний привлекало меньший объем финансирования от меньшего количества инвесторов. Также, факт того, что регулирование акционерного краудфандинга в Соединенном королевстве вступило в силу только в 2014 году, может иметь влияние на данное отличие.

Сумма минимальных инвестиций на платформе Crowdcube составляет £10, но при этом должна быть кратной стоимости одной акции. Так, в среднем, минимальная инвестиция по выборке составляет £10, максимальная стоимость акции - £81,97.

Также, все краудфандинговые кампании были разделены на две группы – Product и Service. К группе Product были отнесены бизнесы, основной деятельностью которых является производство продукта, который приобретается один раз и используется покупателем свободно и без необходимости дополнительных платежей. К группе Service были отнесены бизнесы, оказывающие услуги, в том числе платформы или решения, работающие по подписке. К данным группам относится примерно равное количество бизнесов из включенных в выборку (54% и 46% соответственно). При этом, в среднем, компании, отнесенные к группе Product, получали инвестиций вдвое больше, нежели заявленная цель, тогда как отнесенные к группе Service – лишь в полтора раза.

Таблица 3. Описательная статистика зависимой и контрольных переменных

Переменная	Выборочное среднее	Выборочное среднеквадратичное отклонение	Наименьшее значение	Наибольшее значение
<i>Attract</i>	1,72	1,00	0,900	7,36
<i>Equity</i>	0,09	0,05	0,002	0,23
<i>Size</i>	12,75	2,83	0,00	17,36

Средний объем доли капитала, предложенного инвесторам на платформе, равняется 9%. Данная сумма является сравнительно невысокой, что позволяет говорить о нежелании эмитентов отдавать контроль над компанией в руки инвесторов, и он сохраняется в руках основателей бизнеса (которые также часто выступают в роли менеджеров), так как у компаний на ранних стадиях развития отделение собственности от управления может еще не происходить.

Как говорилось ранее, в акционерном краудфандинге участвуют компании на разных стадиях развития. Наличие в выборке компаний с величиной активов, равной нулю, свидетельствует о наличии только зарождающихся бизнесов, еще не обладающих активами,

либо работающих очень короткий срок и еще не выпускавших финансовую отчетность, а максимальная сумма говорит о том, что также есть и бизнесы на более поздних стадиях развития. При этом, компании, привлекавшие средства на платформе, являются довольно молодыми, средний возраст компании – 4,5 года, при этом 37% компаний работают менее 3 лет и всего 8% компаний – более 10 лет.

Таблица 4. Описательная статистика объясняющих переменных

Переменная	Выборочное среднее	Выборочное среднеквадратичное отклонение	Наименьшее значение	Наибольшее значение
<i>rounds</i>	381 295	893 894	0	7 074 791
<i>foundrs</i>	1,47	0,95	0	4
<i>wdescr</i>	222,89	15,43	135	264
<i>wfund</i>	31,35	19,97	0	93
<i>vidlength</i>	209,27	105,21	0	552
<i>pictnumb</i>	4,54	3,04	0	10
<i>smupd_i</i>	4,15	3,87	0	18
<i>platfupd_i</i>	11,89	6,06	0	28

В среднем, создателями бизнеса являются более, чем один человек, при этом компании, созданные индивидуальными предпринимателями, составляют 41%. Стоит отметить, что в выборке присутствуют также компании, в которых не указаны и не названы создатели, что может свидетельствовать о том, что в части бизнесов все операции ведутся агентами. Подобные компании составляют 14%. Можно предполагать, что они более зрелые, чем прочие бизнесы, так как в них произошло отделение функции управления от собственности.

Говоря о коммуникации с потенциальными инвесторами, можно отметить, что в среднем в социальных сетях публикуется меньшее количество обновлений о ходе краудфандинговой кампании и развитии бизнеса, нежели на самой платформе, что позволяет предположить, что бизнесы предпочитают разграничивать коммуникацию с инвесторами и потребителями их продукции или услуг.

Таблица 5. Описательная статистика бинарных переменных

Переменная	Процент компаний
<i>patent</i>	20%
<i>advisory</i>	57%
<i>vcbacking</i>	55%
<i>awards</i>	25%
<i>degree</i>	21%
<i>experience</i>	86%

Стоит отметить, что более половины компаний получают помощь от бизнес-консультанта, такое же количество компаний имеют инвестиции от профессиональных инвесторов. Так, можно говорить о том, что более половины компаний имеют внешние источники экспертизы помимо внутренней в сфере ведения бизнеса. С другой стороны, всего 20% компаний имеют зарегистрированные или находящиеся в стадии регистрации патенты, что позволяет судить о том, что лишь небольшая часть бизнесов создают инновационные продукты или технологии.

Также, говоря о раскрытии характеристик человеческого капитала в компаниях можно увидеть, что при создании описания фаундеров на платформе, предпочтение отдается описанию профессионального пути и опыта работы, релевантного для бизнеса, нежели образованию, полученному создателями компании.

Таблица 6. Среднее значение *Attract* при бинарных переменных

Переменная	<i>Attract</i> , если переменная = 1	<i>Attract</i> , если переменная = 0
<i>patent</i>	1,90	1,68
<i>advisory</i>	1,81	1,61
<i>vcbacking</i>	1,77	1,67
<i>awards</i>	1,91	1,66
<i>degree</i>	1,97	1,66
<i>experience</i>	1,73	1,69

2.4 Результаты регрессионного анализа и ограничения исследования

Оценка параметров регрессионной модели №1 приведена в Табл. 6. В ходе анализа было выявлено, что модель статистически значима на уровне 0,1%. Контрольные переменные (*equity* и *size*) также статистически значимы, на 0,1% и 1%-м уровнях соответственно.

Параметры перед переменными *rounds*, *foundrs*, *relexp* и *advisory* значимо отличаются от нуля, их оценка положительна, что свидетельствует о наличии прямой статистически значимой взаимосвязи между инвестиционной привлекательностью краудфандинговой кампании и суммой средств, собранных в рамках предыдущих краудфандинговых раундов, количеством фаундеров, наличием у них релевантного опыта работы и наличием внешней помощи в формате привлечения бизнес-консультантов (*advisors*).

Таблица 7. Результаты регрессионного анализа модели №1

Переменная	Оценка коэффициентов
<i>equity</i>	4.445***
<i>size</i>	3.029**
<i>rounds</i>	2.339*
<i>patent</i>	1.150
<i>advisory</i>	2.837**
<i>vcback</i>	-0.925
<i>foundrs</i>	1.582 .
<i>relexp</i>	1.913 .
<i>reled</i>	0.913
R_{adj}^2	0.2448
<i>p-value</i>	0.0000
<i>F-statistics</i>	5.7866***

Примечание: ***, **, *, . - значимость на 0,1, 1, 5 и 10 %-м уровнях соответственно.

Гипотеза 1 (H1), в которой говорится о том, что наличие предыдущих раундов инвестиций на платформе положительно взаимосвязано с результативностью краудфандинговой кампании, подтверждается, так как переменная *rounds* является статистически значимой на 5%-м уровне. Положительное значение параметра перед переменной говорит о наличии прямой взаимосвязи.

Таким образом, можно утверждать, что предыдущие краудфандинговые раунды на платформе, в которых были собраны суммы, превышающие изначально заявленные цели, могут демонстрировать инвестору надежность бизнеса, так как он возвращается за новыми раундами после того, как успешно достиг целей, заявленных в предыдущих. Более того, можно предположить, что инвесторы, совершающие регулярные инвестиции на платформе и уже знакомые с бизнесом, могут быть заинтересованы в нем в случае анонса нового раунда, так как стоимость скрининга уже известного бизнеса будет значительно ниже, нежели новой компании. Еще одним объяснением может являться тот факт, что непрофессиональные инвесторы нередко руководствуются «мудростью толпы» при выборе компаний для совершения инвестиций, то есть получая достоверную информацию о желании других инвесторов вложить свои средства в конкретную компанию в прошлом, непрофессионалы могут последовать их примеру.

С другой стороны, нельзя утверждать, что существует положительная взаимосвязь между фактом наличия инвестиций от бизнес-ангелов или венчурных капиталистов и результативностью краудфандинговой кампании. Несмотря на то, что непрофессиональные инвесторы могут руководствоваться «мудростью толпы» при вложении капитала, наличие инвестиций от профессионалов может служить сигналом не только надежности и возможности получить высокую отдачу от вложенных средств в будущем, но и высокой рискованности бизнеса. В совокупности с понижением толерантности инвесторов к риску в 2022 году²⁷, это может означать, что наличие средств, вложенных профессионалами, будет нейтрально или негативно влиять на решение инвесторов на платформе.

Так, Гипотеза 2 (H2), не подтверждается и не отвергается, так как переменная *vcback* не является статистически значимой. По причине неоднозначности реакции непрофессиональных инвесторов на наличие инвестиций от профессионалов, может быть проведено исследование относительно их мнения о значимости финансовых вложений от бизнес-ангелов и венчурных капиталистов для дальнейшей успешности бизнеса. Также, по причине снижения толерантности инвесторов к риску в 2022, данные могут не отражать реальной картины по причине турбулентности настроений в обществе.

Результативность краудфандинговой кампании напрямую взаимосвязана с тем, сколько человек основали ее. Это может быть связано, в первую очередь, с тем, что в случае, если

²⁷ Crowdfunding industry report 2022 // Сайт Crowdspace. – Crowdspace, 2023. – URL: <https://thecrowdspace.com/whitepapers/crowdfunding-industry-report-2022/> (дата обращения: 05.04.2023)

несколько человек основывают бизнес, велика вероятность разнообразия навыков и умений, а также бэкграундов, что приводит к более качественному социальному и человеческому капиталам, используемым бизнесом. Так, видя несколько фаундеров на платформе, потенциальные инвесторы могут получить сигнал о том, что компания будет иметь более разностороннюю поддержку от основателей. Можно предположить, что на стадии зарождения компании, большее количество фаундеров означает большее количество людей, работающих над развитием бизнеса, а значит шанс на их успех выше. С другой стороны, в ситуациях, когда компании не указывают основателей на платформе, можно предполагать, что бизнес был поглощен более крупной компанией, либо же что фаундеры отошли от управления. В таком случае, у потенциальных инвесторов могут появляться сомнения относительно потенциала бизнеса, так как на более поздних стадиях его развития, когда происходит отделение управления от собственности, компании обычно могут прибегать к более дорогостоящим источникам капитала.

Таким образом, Гипотеза 3 (H3) подтверждается, так как перед переменной *foundrs* показатель имеет положительное значение, а сама переменная статистически значима на 10%-м уровне.

Нельзя с уверенностью говорить о том, существует ли прямая взаимосвязь между наличием упоминаний внутренней экспертизы компании, а именно образования основателей, а также инновационной активности и результативностью краудфандингового раунда. Соответственно, не принимается и не отвергается Гипотеза 4 (H4) так как переменные *reled* и *patent* статистически значимыми не являются, а переменная *relexp* статистически значима на 10%-м уровне.

Несмотря на то, что инвесторы положительно реагируют на большее количество создателей проекта, нельзя утверждать, что результативность кампании взаимосвязана с их образованием. В случае с образованием, можно предполагать, что невозможность определения взаимосвязи происходит из небольшого количества компаний, предоставляющих данную информацию, и, соответственно, недостаточности данных для анализа. Также, в соответствии с исследованиями других авторов [Kleinert, Volkman, Grünhagen, 2020; Coakley, Lazos, Liñares-Zegarra, 2022; Fajarini, Dalimunthe, Haikal, 2021], именно наличие MBA, PhD или магистерской степени имеет прямую взаимосвязь с результативностью кампании, тогда как в данное исследования включались и компании, в которых фаундеры имеют бакалаврскую степень в соответствующей сфере.

В случае с наличием или отсутствием патентов у бизнеса, лишь 20% компаний указали наличие полученного патента или патента, находящегося в стадии получения, что может быть недостаточным для анализа. Также, можно предполагать, что наличие еще не полученного патента не является сигналом наличия инновационных компетенций в компании, и, соответственно, не взаимосвязано с результативностью кампании.

С другой стороны, говоря об опыте работы, была выявлена статистически значимая прямая взаимосвязи на 10%-м уровне. Таким образом, можно утверждать, что при наличии у фаундеров релевантного опыта, инвесторы считают бизнес более надежным, так как основатели бизнеса уже знают сферу или позицию, на которой они работают и представляют, как должны быть выстроены процессы для эффективной работы компании.

Гипотеза 5 (H5) подтверждается, так как переменная *advisory* является статистически значимой на 1%-м уровне и имеет положительный показатель. Так, можно утверждать, что в случае, если компания получает помощь от бизнес-консультанта, ее краудфандинговый раунд является более привлекательным для инвесторов. Данный факт связан с тем, что наличие внешней экспертизы от профессионала, имеющего большой опыт в конкретной сфере, повышает вероятность успеха бизнеса и, соответственно, позволит инвесторам получить больший объем отдачи от инвестиций. Также, консультант может приносить не только экспертизу, но и контакты, тем самым делая бизнес более заметным для профессионального сообщества.

Далее, был проведен регрессионный анализ модели №2. Оценка параметров в Табл. 7. Было выявлено, что модель статистически значима на 0,1%-м уровне. Контрольные переменные (*equity* и *size*) также оказались статистически значимы, на 0,1% и 1%-м уровнях соответственно.

Таблица 8. Результаты регрессионного анализа модели №2

Переменная	Оценка коэффициентов
<i>equity</i>	4.224***
<i>size</i>	3.255**
<i>wdescr</i>	-2.112*
<i>wfund</i>	1.686 .
<i>vidlength</i>	1.082
<i>pictnumb</i>	1.716 .
<i>smupd_i</i>	-0.048
<i>platfupd_i</i>	-0.383
R_{adj}^2	0.1833
<i>p-value</i>	0.0000
<i>F-statistics</i>	4.7815***

Примечание: ***, **, *, . - значимость на 0,1, 1, 5 и 10 %-м уровнях соответственно

Переменные, определяемая количеством апдейтов на платформе и в социальной сети Instagram²⁸, не является статистически значимыми. Несмотря на то, что коммуникация с потенциальными инвесторами на платформе крайне важна для поддержания связи с ними, можно предположить, что кампании с более низкой результативностью могут публиковать большее количество новостей для того, чтобы привлечь больше внимания к своей кампании, при этом, бизнесы, более успешные в привлечении капитала, также могут проводить больше активностей в связи с желанием поделиться хорошими новостями и привлечь еще больше финансирования. Говоря о коммуникации через социальные сети, для анализа была выбрана сеть Instagram, так как в среднем, количество подписчиков в ней было большим, чем в других социальных сетях, а количество апдейтов идентичным. Однако, данная социальная сеть ведется не всеми компаниями, соответственно, апдейты могли размещаться и в других социальных сетях, не использованных в исследовании. Таким образом, необходимо отдельное исследование для анализа всех социальных сетей, которые ведутся бизнесами, а также того, как именно ведется коммуникация: проводится ли прогрев аудитории перед стартом кампании, или же публикуются уже результаты прошедшего сбора капитала.

²⁸ Принадлежит Meta, признанной в РФ экстремистской организацией, деятельность запрещена на территории РФ.

На основании сказанного выше, Гипотеза 6 (H6) не может быть подтверждена или отвергнута, и более глубокое исследование содержания публикуемых новостей, а также системы, по которой они проводятся, необходимо.

По результатам анализа было выявлено, что количество слов в описании бизнеса является статистически значимым на 5%-м уровне, но имеет негативный показатель перед переменной, что позволяет сделать вывод о том, что более короткое описание бизнеса является более предпочтительным для инвесторов и повышает привлекательность краудфандинговой кампании. В то время, как в некоторых исследованиях [см., напр.: Johan, Zhang, 2022] утверждается, что более качественно объемные описания позволяют инвесторам получить более полное представление о бизнесе, тем самым повышая привлекательность краудфандинговой кампании, можно предполагать, что слишком длинные описания содержат в себе лишнюю информацию, тем самым, наоборот, отталкивая инвесторов, так как те не дочитывают текст до конца. Еще одной причиной того, что между объемом описания и результативностью кампании наблюдается обратная зависимость, может являться отсутствие структуры в предоставленной информации. Большой объем «сплошного» текста может восприниматься менее хорошо, нежели выделенные в отдельные пункты краткие факты, и потенциальные инвесторы могут упустить важную информацию. Так, Гипотеза 7 (H7), отвергается. Однако, по причине расхождений результатов с прочими исследованиями, возможным направлением дальнейшей работы может быть изучение содержания текстов и их структуры для получения лучшего понимания оптимального объема и вида текстового описания.

В то же время, объем описания целей, на которые будет использован полученный капитал, имеет прямую статистически значимую на 10%-м уровне взаимосвязь с инвестиционной привлекательностью бизнеса на платформе. Можно сделать вывод о том, что важная информация, такая как запланированные действия по развитию бизнеса, интересует инвесторов и необходима им в деталях, так как дает понимание дальнейших перспектив и вероятности развития компании. Более того, наличие информации о целях финансирования позволяет инвесторам проявить большее доверие к бизнесу, так как ее раскрытие может служить сигналом уверенности компании в своей деятельности. Таким образом, Гипотеза 8 (H8), подтверждается.

Переменная, представляющая длину видео, не является статистически значимой, соответственно, невозможно сделать вывод о взаимосвязи ее с результативностью кампании.

Данный факт может быть связан с тем, что не все компании создают отдельные ролики для размещения на платформе, и часть из них может не нести интересующей инвесторов информации. Также, часть видеороликов содержат себе информацию, подходящую скорее для потенциальных потребителей, и имеют своей целью познакомить аудиторию с продуктом, а не с самой компанией, ее бизнес-моделью и целями, которые преследуются при привлечении капитала. Таким образом, более детальное исследование, связанное с анализом видеороликов и их содержания, является потенциальным направлением дальнейших исследований.

Иную картину можно увидеть при рассмотрении такой переменной, как количество фотографий на платформе, содержащих текстовую информацию (*pictnumb*). По причине того, что для исследования были засчитаны только фотографии, несущие смысловую нагрузку, сочетание визуального и текстового форматов может быть более простым для понимания инвестора, а значит, даст им больше информации о компании. Также, наличие визуальной репрезентации продукта или же статистических данных, которые часто включены в раздел фотоматериалов, является наглядным изображением того, во что инвестор может вложить капитал, и располагают его больше доверять бизнесу.

Так, Гипотеза №8 (H8) о том, что объем фото- и видеоматериалов, размещенных на платформе, положительно взаимосвязан с инвестиционной привлекательностью кампании, не принимается и не отвергается, так как переменная *vidlength* не является статистически значимой. Необходимо более глубокое исследование содержания видеоматериалов для выявления конкретных характеристик, посылающих сигнал потенциала бизнеса инвесторам.

2.5 Практические рекомендации по результатам исследования

По результатам проведенного регрессионного анализа, можно выявить некоторые правила, которым стоит следовать эмитентам при размещении предложения на краудфандинговых платформах.

Во-первых, при наличии предыдущих раундов инвестиций, стоит отмечать их в тексте, так как данная информация является сигналом качества и способности бизнеса продолжать свой рост и развитие в долгосрочной перспективе. Можно также предложить компаниям использовать одну и ту же краудфандинговую платформу при совершении последовательных раундов, так как это упрощает отслеживание истории финансирования, а значит снижает издержки на скрининг бизнеса. С другой стороны, наличие упоминаний привлеченного финансирования от профессиональных инвесторов может иметь различный эффект на потенциальных инвесторов, находящихся в различных институциональных контекстах и при

различной экономической обстановке. Так, можно предполагать что, если в среднем инвесторы не являются толерантными к риску, информация о том, что бизнес-ангелы или венчурные капиталисты вложили капитал в бизнес, может стать сигналом не качества, а повышенной рискованности компании.

Говоря об информации, касающейся фаундеров компании, было выявлено, что команды привлекают больше финансирования, нежели индивидуальные предприниматели. Соответственно, при размещении на платформе необходимо указывать информацию обо всех основателях бизнеса. Также, важно раскрывать информацию о предыдущем опыте работы предпринимателей, если он является релевантным. При наличии таких данных инвесторы получают сигнал о том, что бизнес-процессы будут выстроены корректно, так как основатели компании уже имеют опыт в данной сфере, а значит эффективность операций, жизнеспособность и прибыльность бизнеса более высоки.

Несмотря на то, что в рамках регрессионного анализа не было выявлено, имеет ли наличие информации об образовании фаундеров влияние на результативность кампании, бизнесы, указывающие информацию о нем, в среднем привлекают на 31% больше финансирования, нежели бизнесы, не раскрывающие такие данные. В случае наличия патентов как находящихся на стадии регистрации, так и уже зарегистрированных, в рамках анализа также не было выявлено статистической взаимосвязи, однако компании, раскрывающие данную информацию в тексте, в среднем привлекают на 22% больше финансирования. Таким образом, в случае наличия у основателей бизнеса релевантного образования, а также при наличии патентов, данная информация должна указываться на платформе, так как она может дать потенциальным инвесторам сигнал о качестве бизнеса.

Говоря о текстовом оформлении краудфандинговой кампании, можно отметить, что более лаконичные описания являются привлекательными для инвесторов. Так, эмитентам стоит оформлять информацию о бизнесе и индустрии используя буллет-поинты, а также структурировать информацию для того, чтобы сократить объем текста, и выделить конкретные факты и сделать их более заметными. Обратную ситуацию можно наблюдать относительно описания целей финансирования – инвесторы часто не доверяют бизнесам по причине того, что не уверены, куда будут направлены средства, которые они могут вложить в компанию. Таким образом, более подробное описание траекторий развития, которые будут профинансированы через краудфандинговый раунд, являются показателем добросовестности и открытости бизнеса, а значит заставляют инвесторов доверять компании больше.

В случае визуального оформления краудфандинговой кампании, стоит отметить необходимость фокуса на информационной составляющей материалов. Таким образом, длительность видео как таковая не взаимосвязана с результативностью краудфандинговой кампании, однако можно предполагать, что в случае, если видео записано специально для конкретной кампании и несет информационную нагрузку, необходимую именно для потенциальных инвесторов, этот факт может стать сигналом о том, что предприниматели ответственно подходят к запуску раунда и используют все возможные форматы для раскрытия информации о бизнесе и целях финансирования. Говоря же о фотоматериалах, компаниям стоит предоставлять картинки и фото, напрямую связанные с раундом и также несущие смысловую нагрузку, такую как визуальная репрезентация данных или продукта и его краткое описание, так как данный формат позволяет потенциальным инвесторам наглядно увидеть, во что производится вложение капитала.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Молодые компании, не готовые к издержкам, сопутствующим привлечению заемного капитала или публичному размещению акций, могут обращаться к такому инновационному способу привлечения финансирования, как акционерный краудфандинг. Таким образом, они получают доступ к сравнительно недорогому источнику капитала, а также к широкому кругу инвесторов, недоступным в иных случаях. Инвесторы, совершающие инвестиции на краудфандинговых платформах, в свою очередь получают доступ к непубличным компаниям, которые несут не только более высокий риск, но и высокую доходность, и труднодоступны иными путями. По причине большей гибкости регулятивной среды, а также низкого входного барьера, отдача на инвестиции, совершенные в рамках краудфандинговых раундов, является крайне непредсказуемой, особенно для лиц, не являющихся профессиональными инвесторами и не имеющих достаточного уровня экспертности для полноценного скрининга компаний.

В рамках данного исследования было выявлено, что в контексте краудфандинговой платформы Crowdcube, компании-эмитенты привлекают заявленную сумму или превышают ее в 93% случаев. Так, можно говорить об эффективности данного способа привлечения капитала, так как большая часть раундов завершаются успехом. Также, повышение популярности акционерного краудфандинга во всем мире, и тот факт, что все больше компаний на более поздних стадиях развития прибегают к нему для финансирования своего роста и развития говорит о повышении его привлекательности, а также о более высокой осведомленности об инновационных способах финансирования как со стороны инвесторов, так и со стороны эмитентов.

Данное исследование несет под собой проблематику отсутствия конкретных гайдлайнов о том, какая информация и в каком виде должна раскрываться на краудфандинговых платформах. По причине того, что некоторые краудфандинговые платформы предлагают ознакомление лишь со страницей раунда и требуют дополнительных действий для получения доступа к питч-дек, бизнесам важно раскрывать достаточное количество данных для того, чтобы после первого ознакомления со страницей на платформе, инвестор проявил интерес к дальнейшему изучению предложения компании. С другой стороны, инвесторам необходимо понимать, какие сигналы бизнеса можно расценивать как предпосылки его успешности в привлечении средств в рамках краудфандингового раунда, так как существуют платформы, действующие по принципу «все или ничего», что предполагает

возврат средств инвесторам в случае недостижения цели, а значит, инвесторы несут альтернативные издержки инвестирования.

В данной работе были изучены факторы, связанные с раскрытием информации на платформе, имеющие взаимосвязь с инвестиционной привлекательностью кампании. Было выявлено, что бизнесы, проводившие раунды краудфандинга ранее вызывают большее доверие у потенциальных инвесторов, в то время как наличие инвестиций от профессионалов не имеет статистической значимой взаимосвязи с успешностью раунда. Также, в рамках исследования было выявлено, что в случае, если предприниматели уже имеют опыт работы в схожей сфере или на схожих позициях, инвесторы воспринимают опыт работы как положительный сигнал о качестве предложения. Инвесторы положительно реагируют и на наличие внешней экспертизы – приглашенных бизнес-консультантов. Более того, индивидуальные предприниматели привлекают меньший объем финансирования, нежели команды, что связано с более высоким качеством человеческих ресурсов в случае, если над бизнесом работают несколько человек, а также в силу снижения проблемы информационной асимметрии.

Стоит также отметить, что исследование показало большую привлекательность коротких, структурированных описаний бизнеса и среды, в которой он работает, но более полных и объемных данных, связанных с целями привлечения капитала. При этом, фотоматериалы, сопровождаемые текстовым описанием, являются предпочтительными в большем объеме, так как комбинация визуальной и текстовой информации может помочь потенциальному инвестору лучше понять бизнес и его продукт.

К ограничениям данной работы можно отнести тот факт, что для исследования использовались данные британской краудфандинговой платформы. Так, несмотря на то что исследовались универсальные факторы, в зависимости от институционального контекста и регулирования, а также в зависимости от культурных особенностей других стран, предпочтения инвесторов могут варьироваться.

Также, ограничением является тот факт, что в исследовании в нем была рассмотрена количественная информация, а именно длительность видео, количество фото, объем текста, количество апдейтов на платформе и в социальных сетях. Так, дальнейшими направлениями исследования может стать детальный качественный анализ каждого из элементов, предлагаемый инвесторам для знакомства на платформе и вне нее.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. Березинец И. В., Акционерный краудфандинг: детерминанты успеха компании при размещении на краудфандинговой платформе / И. В. Березинец, Ю. Б. Ильина, Н. А. Кляровская // Вестник Санкт-Петербургского университета. Менеджмент. – 2021. – Т. 20, № 2. – С. 131–164.
2. Квалифицированные инвесторы // Сайт Rounds. – Rounds, 2023. – URL: https://rounds.ru/qualified_investor (дата обращения: 12.05.2023)
3. Обзор рынка краудфандинга в России // Сайт Банка России. – Банк России, 2012. – URL: https://cbr.ru/Collection/Collection/File/42097/crowdfunding_market_01_2022.pdf (дата обращения: 04.04.2023)
4. О привлечении инвестиций с использованием инвестиционных платформ и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации: федер. закон от 02.08.2019 №259-ФЗ // Собр. законодательства РФ. – 2019. – №31. – Ст. 4418.
5. О рынке ценных бумаг: федер. закон от 22.04.1996 №39-ФЗ // Официальный интернет-портал правовой информации
6. Реестр операторов инвестиционных платформ // Сайт Банка России. – Банк России, 2023. – URL: <https://www.cbr.ru/admissionfinmarket/register/nfo/?CF.Search=реестр+операторов+инвестиционных+платформ&CF.Date.Time=Any&CF.Date.DateFrom=&CF.Date.DateTo> (дата обращения: 03.04.2023)
7. Требования к компаниям для размещения // Сайт Rounds. – Rounds, 2023. – URL: <https://rounds.ru/tarifs> (дата обращения: 12.05.2023)
8. Agrawal, A. Crowdfunding: Geography, Social Networks, and the Timing of Investment Decisions / A. Agrawal, C. Catalini, A. Goldfarb // *Journal of Economics & Management Strategy*. – 2015. – Vol. 24, № 2. P. 253–274.
9. Ahlers, G. K. C. Signaling in equity crowdfunding / G. K. C. Ahlers, D. Cumming, C. Günther, D. Schweizer // *Entrepreneurship: Theory and Practice*. – 2015. – Vol. 39, № 4. – P. 955–980
10. Bao, Z. External supports in reward-based crowdfunding campaigns: A comparative study focused on cultural and creative projects / Z. Bao, T. Huang // *Online Information Review*. – 2017. – Vol. 41. № 5. – P. 626–642.
11. Belleflamme P. Crowdfunding: Tapping the right crowd / P. Belleflamme, T. Lambert, A. Schwienbacher // *Journal of Business Venturing*. – 2014. – Vol. 29, № 5. – P. 585–609.

12. Block, J. H. New players in entrepreneurial finance and why they are there / J. H. Block, M. G. Colombo, D. J. Cumming, S. Vismara, // *Small Business Economics*. – 2018. – Vol. 50, № 2. – P. 239–250.
13. Block, J. Which updates during an equity crowdfunding campaign increase crowd participation? / J. Block, L. Hornuf, A. Moritz // *Small Business Economics*. – 2018. – Vol. 50. – P. 3–27.
14. Borello, G. Factors for success in European crowd investing / G. Borello, V. De Crescenzo, F. Pichler // *Journal of Economics and Business*. – 2018. – Vol. 106.
15. Calic, G. Kicking Off Social Entrepreneurship: How A Sustainability Orientation Influences Crowdfunding Success / G. Calic, E. Mosakowski // *Journal of Management Studies*. – 2016. – Vol. 53, № 5. – P. 738–767.
16. Capizzi, V. Competitive Frontiers in Equity Crowdfunding: The Role of Venture Capitalists and Business Angels in the Early-Stage Financing Industry / V. Capizzi, E. M. Carluccio // *Crowdfunding for SMEs. Palgrave Macmillan Studies in Banking and Financial Institutions*. – Palgrave Macmillan, London, 2016.
17. Chang, C. L. Does Venture Capital Affect Crowdfunding Performance? / C. L. Chang, Y. S. Lee, H. K. Tien // *Economic Review: Journal of Economics and Business*. – 2021. – Vol. 19. №2. – P. 53–64.
18. Choy, K. Crowdsourcing for a better world. On the relation between IT affordances and donor motivations in charitable crowdfunding / K. Choy, D. Schlagwein // *Information, Technology & People*. – 2016. – Vol. 19, № 1. – P. 221 – 247
19. Coakley, J. Equity Crowdfunding Founder Teams: Campaign Success and Venture Failure / J. Coakley, A. Lazos, J. M. Liñares-Zegarra // *British Journal of Management*. – 2022. – Vol. 33. №1. – P. 286 – 305.
20. Crowdfunding industry report 2022 // Сайт Crowdspace. – Crowdspace, 2023. – URL: <https://thecrowdspace.com/whitepapers/crowdfunding-industry-report-2022/> (дата обращения: 05.04.2023)
21. Crowdfunding is an increasingly popular source of borrowing for small businesses looking to grow // Сайт Businessinsider. – Businessinsider, 2023. – URL: <https://www.businessinsider.com/personal-finance/debt-crowdfunding> (дата обращения: 01.04.2023)

22. Cumming, D. Does equity crowdfunding democratize entrepreneurial finance? / D. Cumming, M. Meoli, S. Vismara // *Small Business Economics*. – 2021. – Vol. 56, № 3. – P. 533–552.
23. De Crescenzo, V. Exploring the viability of equity crowdfunding as a fundraising instrument: A configurational analysis of contingency factors that lead to crowdfunding success and failure / V. De Crescenzo, D. E. Ribeiro-Soriano, J. Covin // *Journal of Business Research*. – 2020. – Vol. 115. – P. 348–356.
24. De Vries, G. Trademark or patent? The effects of market concentration, customer type and venture capital financing on start-ups' initial IP applications // G. De Vries, E. Pennings, J. H. Block, C. Fisch // *Industry and Innovation*. – 2017. – Vol. 24. №4. – P. 325–345.
25. Donation-Based Crowdfunding // Сайт Investopedia. – Investopedia, 2023. – URL: <https://www.investopedia.com/terms/d/donationbased-crowd-funding.asp> (дата обращения: 01.04.2023)
26. Dority, S. Equity crowdfunding: US Title II offerings using sentiment analysis / S. Dority, S. J. Borchers, S. K. Hayes // *Studies in Economics and Finance*. – 2021. – Vol. 38, № 4. – P. 807–835.
27. Estrin S. The evolution and adoption of equity crowdfunding: Entrepreneur and investor entry into a new market / S. Estrin, D. Gozman, S. Khavul // *Small Business Economics*. – 2018. – Vol. 51. – P. 425–439.
28. Facts & Factors // Сайт GlobalNewswire. – GlobalNewswire, 2022. – URL: <https://www.globenewswire.com/en/news-release/2022/04/12/2420860/0/en/Demand-for-Global-Crowdfunding-Market-Size-Share-to-Surpass-USD-28-2-Billion-by-2028-Exhibit-a-CAGR-of-11-8-Industry-Trends-Status-Revenue-Opportunities-Segmentation-Analysis-Forec.html> (дата обращения: 01.04.2023)
29. Fajarini, C. What Information Needed to Present in a Fundraising Campaign through Equity Crowdfunding / C. Fajarini, Z. Dalimunthe, S. Haikal // *The Indonesian Capital Market Review*. – 2021. – Vol.13. – №2.
30. Fraser, S. Entrepreneurial Borrowing: Do Entrepreneurs Seek and Receive Enough Credit? // *Foundations and Trends® in Entrepreneurship*. – 2019. – Vol. 15 № 5-6. – P. 1–235.
31. Gerber, E. Crowdfunding: Motivations and Deterrents for Participation / E. M. Gerber, J. Hui // *ACM Transactions on Computer-Human Interaction*. – 2013. – Vol. 20, № 6. – P. 34:1-34:32.

32. Gerber E. Crowdfunding: Why people are motivated to post and fund projects on crowdfunding platforms / E. Gerber, J. Hui, P. Kuo // In: Proceedings of the International Workshop on Design, Influence, and Social Technologies: Techniques, Impacts and Ethics 2: 11. Academic Press.
33. Guidici, G. Elective affinities: exploring the matching between entrepreneurs and investors in equity crowdfunding / G. Guidici, M. Guerini, C. Rossi-Lamastra // *Baltic Journal of Management*. – 2020. – Vol. 15, № 2. – P. 183–198.
34. Hobbs, J. Success in the Management of Crowdfunding Projects in the Creative Industries / J. Hobbs, G. Grigore, M. Molesworth // *Internet Research*. – 2016. – Vol. 26, № 1. – P. 146–166.
35. Hörisch, J. Crowdfunding for environmental ventures: An empirical analysis of the influence of environmental orientation on the success of crowdfunding initiatives // *Journal of Cleaner Production*. – 2015. – Vol. 107. – P. 636–645.
36. Hornuf, L. Equity Crowdfunding in Germany and the UK: Follow-Up Funding and Firm Failure / L. Hornuf, M. Schmitt, E. Stenzhorn // *Corporate Governance: An International Review*. – 2018. – Special Issue, 2018. – P. 331–354.
37. Hornuf, L. Should securities regulation promote equity crowdfunding? / L. Hornuf, A. Schwienbacher // *Small Business Economics*. – 2017. – Vol. 49, №3. – P. 579–593.
38. Investing without borders: Crowdcube receives European authorization // Сайт Crowdcube. – Crowdcube, 2022. – URL: <https://www.crowdcube.com/explore/blog/crowdcube/investing-without-borders-crowdcube-receives-european-authorisation> (дата обращения: 26.03.2023)
39. Johan, S. Investors' industry preference in equity crowdfunding / S. Johan, Y. Zhang // *The Journal of Technology Transfer*. – 2022, №47. – P. 1737–1765
40. Kaartemo, V. The elements of a successful crowdfunding campaign: A systematic literature review of crowdfunding performance // *International Review of Entrepreneurship*. – 2017. – Vol. 15, № 3. – P. 291–318.
41. Kleinert, S. Third-party signals in equity crowdfunding: the role of prior financing/ S. Kleinert, C. Volkmann, V. Grünhagen // *Small Business Economics*. – 2020. – №54. – P. 341 – 365.
42. Kunz, M. An empirical investigation of signaling in reward-based crowdfunding / M. Kunz, U. Bretschneider, M. Erler, J. M. Leimeister // *Electronic Commerce Research*. – 2017. – Vol. 17, №3. – P. 425– 461.

43. Lukkarinen, A. Success drivers of online equity crowdfunding campaigns / A. Lukkarinen, J. E. Teich, H. Wallenius, J. Wallenius // *Decision Support Systems*. – 2016. – Vol. 87. – P. 26–38.
44. Mamonov, S. Success factors in Title III equity crowdfunding in the United States / S. Mamonov, R. Malaga // *Electronic Commerce Research and Applications*. – 2017. – Vol. 27. – P. 65–73.
45. Nguyen, T. Invest or regret? An empirical investigation into funding dynamics during the final days of equity crowdfunding campaigns / T. Nguyen, J. Cox, J. Rich // *Journal of Corporate Finance*. – 2019. – Vol. 58. – P. 783–803.
46. Politis, D. Business angels and value added: what do we know and where do we go? // *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*. – 2008. – Vol. 10, № 2. – P. 127–147.
47. Ralcheva, A. On the Road to Success in Equity Crowdfunding / A. Ralcheva, P. P. Roosenboom // 2016. – DOI: 10.2139/ssrn.2727742. – URL: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2727742> (дата обращения: 01.05.2023)
48. Reichenbach, F. Signals in equity-based crowdfunding and risk of failure / F. Reichenbach, M. Walther // *Financial Innovation*. – 2021. – Vol. 7, №54.
49. Rewards-based crowdfunding // Сайт European Commission. – European Commission, 2023. – URL: https://single-market-economy.ec.europa.eu/access-finance/guide-crowdfunding/different-types-crowdfunding/rewards-based-crowdfunding_en (дата обращения: 01.04.2023)
50. Sahlman, W. A. How to Write a Great Business Plan // *Harvard Business Review*. – 1997. – Vol. 75, № 4. – P. 98 – 108.
51. Sahlman, W. A. The Structure and Governance of Venture Capital Organizations // *Journal of Financial Economics*. – 1990. – Vol. 27, № 2. – P. 473-521.
52. The State of UK Equity Crowdfunding in 2022 // Сайт Beauhurst. – Beauhurst, 2022. – URL: <https://equityfd.com/news-events/the-state-of-uk-equity-crowdfunding-in-2022> (дата обращения: 05.04.2023)
53. The UK crowdfunding landscape in 2019 so far // Сайт Beauhurst. – URL: <https://www.beauhurst.com/blog/uk-crowd-funding-landscape-2019/> (дата обращения: 26.03.2023)

54. Thürridl, C. What Goes Around Comes Around? / C. Thürridl, B. Kamleitner // California Management Review. – 2016. – Vol. 58, № 2. – P. 88-110.
55. Understanding Qualified Investors and How to Work with Them // Сайт SUMSUB. – SUMSUB, 2020. – URL: <https://sumsub.com/knowledgebase/qualified-investor/> (дата обращения: 25.03.2023)
56. United Kingdom: Current state of Crowdfunding in 2021 // Сайт CrowdfundingHub. – CrowdfundingHub, 2021. – URL: <https://www.crowdfundinghub.eu/united-kingdom-current-state-of-crowdfunding-2021/> (дата обращения: 05.04.2023)
57. Wallmeroth, J. Venture Capital, Angel Financing, and Crowdfunding of Entrepreneurial Ventures: a literature review / J. Wallmeroth, P. Wirtz, A. P. Groh // Foundations and Trends in Entrepreneurship. – 2018. – Vol. 14, №1. – P. 1–129.
58. Walthoff-Borm, X. Equity Crowdfunding, Shareholder Structures, and Firm Performance / X. Walthoff-Borm, T. Vanacker, V. Collewaert // Corporate Governance: An International Review. – 2018. – Vol. 26, № 5.
59. What is Crowdfunding? // Сайт Crowdbase. – Crowdbase, 2022. – URL: <https://crowdbase.eu/en/blog/what-is-crowdfunding> (дата обращения: 01.04.2023)
60. What is the difference between A and B shares, and what is the threshold? // Сайт Crowdcube. – Crowdcube, 2018. – URL: <https://help.crowdcube.com/hc/en-us/articles/115001310464-What-is-the-difference-between-A-and-B-shares-and-what-is-the-threshold> (дата обращения: 25.03.2023)
61. Yasar, B. Stretching the success in reward-based crowdfunding / B. Yasar, I. S. Yılmaz, N. Hatipoğlu, A. Salih // Journal of Business Research. – 2022. – Vol. 152. – P. 205–220.
62. 5th UK Alternative Finance Industry Report // Сайт University of Cambridge Judge Business School. – Cambridge Centre for Alternative Finance, 2018. – URL: <https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/5th-uk-alternative-finance-industry-report/#.YpIHSy35ZQI> (дата обращения: 05.04.2023)