Equity crowdfunding jako źródło finansowania

**Marek Pauka, Artur A. Trzebiński, Kamil Gemra,
Piotr Majewski, Magdalena Swacha-Lech**

Equity crowdfunding jako źródło finansowania

Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2023

Recenzja naukowa
Joanna Błach

Redakcja wydawnicza
Aleksandra Śliwka

Korekta
Barbara Łopusiewicz

Skład i łamanie
Małgorzata Myszkowska

Projekt okładki
Beata Dębska

Na okładce wykorzystano zdjęcia z zasobów 123rf

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Wrocław 2023

Nota copyright obowiązuje do 30 czerwca 2024 roku.
Kopiowanie i powielanie w jakiejkolwiek formie wymaga pisemnej zgody Wydawcy.

Od 1 lipca 2024 roku publikacja dostępna na licencji Creative Commons Uznanie autorstwa-Na tych samych warunkach 4.0 Międzynarodowe (CC BY-SA 4.0). Skrócona treść licencji na https://creativecommons.org/licenses/by-sa/4.0/deed.pl

ISBN 978-83-67400-76-3 (dla wersji papierowej)
ISBN 978-83-67400-77-0 (dla wersji elektronicznej)
DOI: 10.15611/2023.77.0

Cytuj jako: Pauka, M., Trzebiński, A. A., Gemra, K., Majewski, P. i Swacha-Lech, M. (2023). *Equity crowdfunding jako źródło finansowania*. Wrocław: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu.

Marek Pauka ORCID: 0000-0001-8148-4438
Artur A. Trzebiński ORCID: 0000-0002-1448-454X
Kamil Gemra ORCID: 0000-0001-5292-2363
Piotr Majewski ORCID: 0000-0002-8140-9240
Magdalena Swacha-Lech ORCID: 0000-0003-0129-2968

Druk i oprawa: TOTEM

Spis treści

Wstęp 7

1. Crowdfunding udziałowy jako przedmiot badań naukowych 9

Spis wykorzystanej literatury 25

2. Regulacje prawne – stan obecny i perspektywy zmian 30

2.1. Regulacje prawne w wybranych krajach Unii Europejskiej 31
2.2. Regulacje na poziomie unijnym 32
2.3. Krajowe ramy prawne funkcjonowania crowdfundingu 33
2.4. Przepisy regulujące pośrednio działalność platform crowdfundingowych w Polsce 34
2.5. Regulacje na poziomie emisji 35

Spis wykorzystanej literatury 37

3. Charakterystyka rynku equity crowdfundingu w Polsce 38

3.1. Charakterystyka platform equity crowdfundingu 38
3.2. Struktura rynku crowdfundingu udziałowego 47
3.3. Branżowa specyfika emitentów i sposobów wyjścia z inwestycji 53

Spis wykorzystanej literatury 57

4. Equity crowdfunding – pozytywne efekty pozafinansowe dla start-upów 58

4.1. Charakterystyka ECF jako modelu finansowania 60
4.2. Charakterystyka inwestora ECF 61
4.3. Czynniki sukcesu finansowania społecznościowego 63
4.4. Pozafinansowe efekty kampanii crowdfundingowej 65

Spis wykorzystanej literatury 70

5. Czy firmy po emisjach crowdfundingowych generują nadwyżki finansowe? Ocena zmian kondycji spółek przed kampanią i po niej 73

5.1. Próba badawcza 74
5.2. Wpływ przeprowadzonej kampanii crowdfundingowej na sytuację finansowo-majątkową spółek 77

5.3. Podsumowanie 80
Aneks 82
Spis wykorzystanej literatury 92

6. Czynniki sukcesu crowdfundingu udziałowego 93

Spis wykorzystanej literatury 107

Zakończenie 109
Spis rysunków 111
Spis tabel 112
Abstract 114

Wstęp

Crowdfunding, a zwłaszcza crowdfunding udziałowy jest relatywnie nowym zjawiskiem na rynkach finansowych. Szczególne warunki do szybkiego wzrostu tego segmentu na rynku kapitałów pojawiły się po kryzysie finansowym w latach 2008--2009. Wówczas spadek zaufania do tradycyjnych źródeł finansowania oraz spadek otwartości na ryzyko spowodowały, że luka finansowa w dużym stopniu ograniczała rozwój przedsiębiorstw nastawionych na innowacyjność i bazujących na przewagach konkurencyjnych opartych na wiedzy i wartościach niematerialnych. W niniejszym opracowaniu autorzy koncentrują się na crowdfundingu udziałowym, który rozszerza paletę wyboru miejsca pozyskania kapitału dla uczestników giełdowych rynków alternatywnych. Celem publikacji jest przedstawienie aktualnej wiedzy o rynku crowdfundingu udziałowego, identyfikacja cech stanu polskiego rynku crowdfundingu udziałowego w kontekście jego dotychczasowego rozwoju i stojących przed uczestnikami tego rynku wyzwań o charakterze prawnym, ekonomicznym i organizacyjnym.

Rozdział pierwszy wprowadza w problematykę crowdfundingu udziałowego, wskazując na genezę tego zjawiska, jak również umieszczając ten rodzaj pozyskiwania finansowania wśród innych odmian crowdfundingu. Przedstawiono w nim również podstawowe definicje oraz etapy zainteresowania naukowego problemem pozyskiwania kapitału przez przedsiębiorstwa za pomocą crowdfundingu. Warto zauważyć, że badania nad rynkiem polskim – na tle krajów bardziej rozwiniętych – wciąż mają charakter wstępny, są fragmentaryczne i brakuje im systematycznego podejścia, co daje duże możliwości dla naukowców badających to zagadnienie. W rozdziale wskazano również obszary, które stanowią dziś wyzwanie dla naukowców.

Rozdział drugi poświęcono ramom prawnym funkcjonowania crowdfundingu udziałowego. Skupiono w nim uwagę nie tylko na przepisach bezpośrednio regulujących działalność platform crowdfundingowych i przebieg kampanii crowdfundingowych, ale również na przepisach mających pośredni wpływ na platformy i przebieg kampanii. Szczególną uwagę poświęcono wchodzącym w życie w listopadzie 2023 roku przepisach wynikających z Rozporządzenia w sprawie europejskich dostawców usług finansowania społecznościowego dla przedsięwzięć gospodarczych[1].

---

[1] Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady 2020/1503/UE z dnia 7 października 2020 r. w sprawie europejskich dostawców usług finansowania społecznościowego dla przedsięwzięć gospodarczych (Dz Urz UE L 347, 20.10.2020).

Dzięki współpracy dra Artura A. Trzebińskiego z Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu i Związku Przedsiębiorstw Finansowych w Polsce powstała platforma gromadząca informacje o aktywności emitentów i inwestorów na rynku crowdfundingu w Polsce. Na podstawie tych danych w rozdziale trzecim dokonano analizy ilościowej i wartościowej pozyskanego kapitału oraz emitentów i platform pośredniczących w pozyskiwaniu kapitału.

Rozdział czwarty poświęcony został efektom o charakterze niefinansowym, które stanowią dodatkowy argument za pozyskiwaniem kapitału w formie crowdfundingu udziałowego. W szczególności z perspektywy podmiotów stojących po stronie popytu na kapitał znajomość tych efektów będzie istotnym czynnikiem wpływającym na decyzje o pozyskaniu nowego kapitału. Jednocześnie widoczny jest szczególnie pozytywny efekt mądrości tłumu. Dzięki występowaniu tego typu czynników ocena źródła finansowania, jakim jest crowdfunding, nie może sprowadzać się tylko do analizy finansowej. Znaczenia nabiera również mieszanie się ról interesariuszy, którzy w przeciwieństwie do tradycyjnych giełdowych rynków kapitału wchodzą w rolę doradców, testerów produktów oraz klientów.

Ze względu na wysoki poziom asymetrii informacji na rynku crowdfundingu istnieje ogromne ryzyko zarówno pokusy nadużycia, jak i negatywnej selekcji. Oba zjawiska są rozpoznawane na rynkach tradycyjnych – zarówno akcji, jak i obligacji. Dlatego rozdział piąty poświęcono kondycji finansowej spółek , które pozyskały już kapitał. Wykorzystując modele bankructwa przedsiębiorstw i elementy analizy finansowej, pokazano, jak zmienia się sytuacja spółek po wykorzystaniu pozyskanych w kampanii środków pieniężnych.

W rozdziale szóstym skoncentrowano się na czynnikach determinujących sukces crowdfundingu udziałowego. Dokonano analizy wyników badań własnych oraz ukazano różnice między spółkami, które odniosły sukces w kampanii, a tymi, którym nie udało się zrealizować zaplanowanego celu finansowego. Analizie poddano trzy obszary, które w literaturze przedmiotu postrzegane są jako determinanty sukcesu kampanii equity crowdfunding: charakterystykę przedsiębiorców, motywy przedsiębiorców oraz działania podejmowane przez przedsiębiorców w związku z prowadzoną kampanią ECF (equity crowdfunding). Znajomość czynników sukcesu jest kluczową wiedzą zarówno dla przyszłych emitentów, jak i dla inwestorów. Dzięki temu rynek crowdfundingu może działać w sposób bardziej efektywny, przez co stanie się jeszcze lepszym źródłem finansowania.

Opracowanie zawiera cenną wiedzę dla uczestników rynku crowdfundingu. Podejście prezentowane przez autorów łączy w sobie bazę teoretyczną, mocno osadzoną w literaturze opisującej rynek crowdfundingu udziałowego w krajach bardziej rozwiniętych niż Polska, równocześnie przedstawiając kontekst krajowy. Monografia jest dobrym punktem wyjścia do podjęcia przez naukowców dalszych badań. Stanowi również cenne źródło informacji o omawianym segmencie rynku finansowego zarówno dla studentów finansów, jak i osób praktykujących w tej dziedzinie.

1

Crowdfunding udziałowy jako przedmiot badań naukowych

Crowdfunding (finansowanie społecznościowe) jako sposób pozyskiwania kapitału staje się coraz bardziej popularny. Dzieje się tak nie tylko dzięki rozwojowi technologii, ale również ze względu na uwarunkowania społeczno-ekonomiczne, które przyczyniły się do wzrostu atrakcyjności tego rynku. Do niedawna przedsiębiorstwa poszukujące kapitału, po wykorzystaniu wewnętrznych źródeł, środków rodziny i przyjaciół oraz tych pozyskanych dzięki relacjom właścicieli z inwestorami, zmuszone były do wchodzenia na publiczne rynki finansowe. Te z kolei są zdominowane przez banki i fundusze inwestycyjne w roli pośredników w dostarczaniu kapitału. Podmioty te preferują udzielanie wsparcia finansowego przedsiębiorstwom o znanych modelach biznesu, z odpowiednio dużym wkładem własnym, posiadającym aktywa, które można wykorzystać jako zabezpieczenie. Są to przedsiębiorstwa odpowiednio duże i przez to bardziej odporne na ryzyko systemowe. Tych wymogów zazwyczaj nie spełniają spółki młode, będące w początkowej fazie rozwoju, opracowujące dopiero swoje produkty i zwykle niedoświadczone w negocjacjach z dawcami kapitału.

Pionierskie platformy crowdfundingu, organizujące ten sposób finansowania dla przedsiębiorstw, połączyły potrzeby finansowe z możliwościami technologicznymi. Z jednej strony, została zidentyfikowana niezaspokojona luka finansowania (Prędkiewicz, 2018) wśród małych i średnich przedsiębiorstw, w szczególności w ich pierwszej fazie rozwoju. Z drugiej strony, pionierskie platformy crowdfundingu wykorzystały wieloletni trend obserwowany w krajach rozwiniętych, polegający na wzroście zamożności potencjalnych inwestorów indywidualnych i istnieniu potrzeby bardziej aktywnego inwestowania w sposób umożliwiający dywersyfikację ryzyka. Przy tym wykorzystano możliwości technologiczne, jakie już wówczas były dostępne, polegające na łączeniu ludzi poprzez tzw. media społecznościowe. Dodatkowo czynnikiem sprzyjającym poszukiwaniu nowych form udostępniania kapitału przez indywidualnych inwestorów i jednocześnie poszukiwaniu przez przedsiębiorstwa relatywnie tańszego źródła finansowania długoterminowego było powszechne występowanie

asymetrii informacji na rynku kapitałowym pomiędzy pozyskującymi kapitał a dawcami kapitału oraz pośrednikami finansowymi a kapitałodawcami. Aby ograniczyć jej poziom, konieczne było wprowadzenie regulacji związanych z raportowaniem (sprawozdawczością finansową i niefinansową) oraz prowadzeniem relacji inwestorskich. To z kolei wiązało się z koniecznością ponoszenia coraz wyższych kosztów przez organizatorów rynków i przez emitentów papierów wartościowych. Koszty te ograniczają dostęp do tradycyjnego rynku kapitałowego (akcji i obligacji), pomimo uruchomienia tzw. rynków alternatywnych, które z założenia miały być tańszym sposobem na wprowadzenie papierów wartościowych do obrotu wtórnego giełdowego. Jednocześnie koncentracja zasobów kapitałowych po stronie uczestników rynku kapitałowego jako dawców kapitału w naturalny sposób jest relatywnie duża, a dodatkowo w wielu krajach występują ograniczenia, jeśli chodzi o sposób docierania do potencjalnych inwestorów z informacją o emisji (Griffin, 2012; Schwienbacher i Larralde, 2012)[1]. Dodatkowo w gospodarce światowej zauważyć można takie trendy, jak standaryzacja produktów i masowość produkcji oraz skrócenie cyklu życia produktów, powszechne umiędzynarodowienie przedsiębiorstw i konkurowanie na poziomie lokalnym z globalnymi konkurentami. W takich warunkach, aby skutecznie reagować na zaspokajanie potrzeb kapitałowych, w szczególności małe i średnie przedsiębiorstwa oczekują uproszczenia formalności i skrócenia fazy przygotowań do pozyskania finansowania, a co za tym idzie – ograniczenia kosztów wejścia i funkcjonowania na rynku kapitału. Jednocześnie po stronie dawców kapitału powszechnie promowane i modne stały się przedsiębiorczość, uczenie się twórczego myślenia, poszukiwanie efektywnych rozwiązań, co w naturalny sposób przełożyło się na oczekiwania inwestorów indywidualnych, że ich decyzje finansowe będą przekładać się na realny wpływ na decyzje przedsiębiorstw.

Finansowanie społecznościowe połączyło wskazane potrzeby. Pozyskiwanie źródeł finansowania, aby uruchamiać działalność czy pojedyncze projekty inwestycyjne, czy nawet testowanie pomysłów sprawdzane było najpierw przez artystów wśród wiernych fanów oraz przez osoby czy organizacje wspierające działalność charytatywną, a następnie innowatorów poszukujących wsparcia finansowego przy kreowaniu produktów i usług skierowanych do klientów indywidualnych. W efekcie crowdfunding przyspieszył zacieranie się różnic między klientem a inwestorem.

Wyrażenie „crowdsourcing"[2] zostało użyte po raz pierwszy przez Jeffa Howe'a w wydaniu „Wired Magazine" z czerwca 2006 roku (Howe, 2008). Autor wyprowadził

---

[1] To ograniczenie miało wpływ na wybór inwestorów przed pojawieniem się specyficznych regulacji prawnych dotyczących crowdfundingu udziałowego.

[2] Powszechnie przytaczana definicja crowdsourcingu cytowana jest za Kleemannem i in. (2008) "Crowdsourcing takes place when a profit oriented firm outsources specific tasks essential for the making or sale of its product to the general public (the crowd) in the form of an open call over the Internet, with the intention of animating individuals to make a [voluntary] contribution to the firm's production process for free or for significantly less than that contribution is worth to the firm".

je z outsourcingu, pokazując przykłady takich aktywności tłumu, złożonego z hobbystów czy półamatorów, które zastępowały usługi profesjonalistów. Z kolei pierwsze użycie słowa „crowdfunding" przypisuje się Michaelowi Sullivanowi, który na swoim blogu fundavlog w 2006 roku użył tego słowa, by podkreślić gromadzenie środków finansowych, korzystając z zasobów tłumu[3]. Ten sposób pozyskiwania źródeł finansowania był znany i stosowany, zanim pojawiło się słowo je określające. W XVIII wieku funkcjonowało pojęcie „prenumeraty" (niem. *Preanumeration*), oznaczające płatność z góry. Taka zaliczka w handlu książką rozumiana była jako forma reklamy, dzięki której wydawca nowej książki miał możliwość otrzymania dotacji na pokrycie wstępnych kosztów druku oraz dokument za spodziewaną sprzedaż. Przyjaciele i powiernicy wydawcy, tzw. koligaci, w różnych miastach werbowali „praenumerantów", którzy mieli korzyść w postaci obniżenia ceny w stosunku do późniejszej ceny księgarskiej (Corsten i in., b.d.). Jednak w późniejszych czasach zmodyfikowano praktykę zbierania kapitału poprzez internetowe społeczności tworzone przez „zupełnie obcych ludzi", którzy mogą, ale nie muszą być profesjonalnie przygotowanymi inwestorami, zakorzenioną w modelu opartym na darowiznach. Został on zapoczątkowany w 1997 roku przez brytyjski zespół rockowy Marillion, którego fani, organizując akcję online zebrali 60 000 dolarów, aby sfinansować trasę koncertową zespołu. W 2000 roku ArtistShare stał się pierwszą oficjalną platformą crowdfundingową (Feinberg, 2013).

Szczególnego znaczenia crowdfunding nabrał w roku 2008, kiedy to przykładowo w Wielkiej Brytanii w wyniku światowego kryzysu finansowego wiele gospodarstw domowych straciło zaufanie do tradycyjnego systemu bankowego (Gritten, 2011) i powstrzymywało się przed lokowaniem nadwyżek na rynkach kapitałowych, poszukując jednocześnie okazji do pozyskiwania kapitału. Banki redukowały swoją aktywność jako pożyczkodawcy, co przedłużało problemy w gospodarce (Pelizzon i in., 2016). Jednocześnie inwestorzy zaczęli poszukiwać alternatywnych sposobów inwestowania nadwyżek.

Dla crowdfundingu używane są określenia, takie jak „crowd financing", „crowdsourced capital". Crowdfunding ma swoje korzenie w szerszej koncepcji crowdsourcingu, która odnosi się do wykorzystania tłumu, aby otrzymać od niego pomysły, informację zwrotną czy też wskazanie rozwiązań, jak rozwijać dalszą aktywność przedsiębiorstwa (por. Bayus, 2013; Howe, 2008; Kleemann i in., 2008). Dziuba (2012) identyfikuje następujące różnice między tymi pojęciami:

- w obu przypadkach oferta jest kierowana do tłumu z wykorzystaniem specjalistycznej platformy internetowej,
- w przypadku crowdfundingu celem jest pozyskiwanie środków pieniężnych; w przypadku crowdsourcingu uczestnicy dostarczają swoje pomysły, efekty pracy, informacje czy wiedzę;

[3] Wywiad z M. Sullivanem w 2015 roku (*Crowdfunding-Wortschöpfer*…, b.d.).

- w crowdsourcingu stosuje się gratyfikację finansową, ale również inne zachęty. W crowdfundingu mogą występować nagrody rzeczowe lub o charakterze finansowym, a w szczególnych przypadkach przyznawane są akcje lub udziały w przedsiębiorstwach.

W wielu opracowaniach podkreśla się, iż znaczenie tego słowa ewoluuje, jednak można wskazać kilka podstawowych cech gromadzenia finansowania, traktowanego jako crowdfunding. Dziuba zwraca uwagę na następujące cechy crowdfundingu (Dziuba, 2012):

- to proces realizowany w środowisku internetowym, aktywizowany poprzez otwarte zgłoszenie oferty (celu przedsięwzięcia, projektu), polegający na gromadzeniu wolnych środków finansowych spośród potencjalnie ogromnej liczby rozproszonych uczestników (ich „tłumu"),
- gromadzenie zasobów finansowych może być dokonywane w formie bezzwrotnej donacji wynikającej z celów charytatywnych, motywów filantropijnych albo płatności w oczekiwaniu na nagrodę rzeczową, albo – jak w przypadku systemów inwestycyjnych – inwestycji w określone przedsięwzięcia (firmy, zwłaszcza we wstępnej fazie rozwoju) w oczekiwaniu na gratyfikacje finansowe i udziały w zyskach czy akcje,
- zakres korzyści wynika z zastosowanego modelu crowdfundingu i stosowanej strategii nagradzania uczestników.

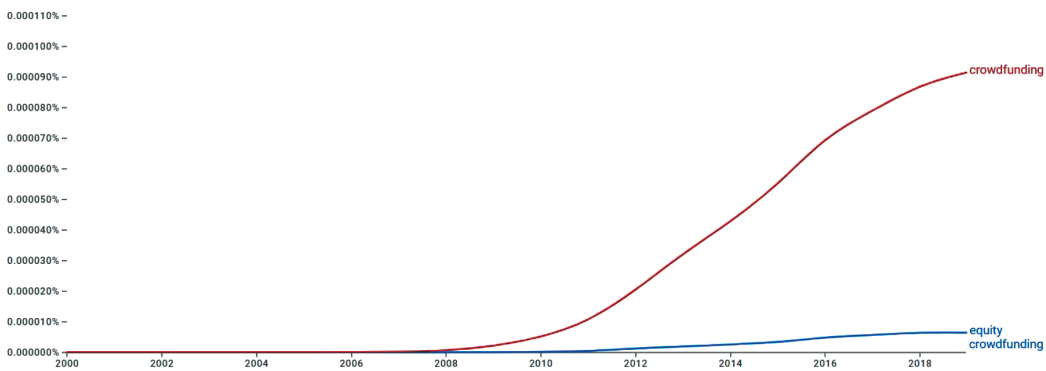
Ten sposób pozyskiwania kapitału jest realizowany poprzez elektroniczne platformy, których funkcją jest m.in. prezentowanie ofert przedsięwzięć, kontrola ich realizacji, tworzenie interakcji pomiędzy uczestnikami rynku, dostarczanie systemów płatności i nagradzanie uczestników.

Kluczowe dla rozwoju badań nad crowdfundingiem było przełomowe opracowanie Belleflamme'a, Lamberta i Schwienbachera (2014), w którym autorzy pokazali dwa rodzaje crowdfundingu. Pierwszy (*preordering*) oparty jest na przedpłatach za produkty/usługi, a inwestorzy otrzymują korzyści przede wszystkim polegające na konsumpcji tych produktów. W drugim zaś (*profit sharing*) główną korzyścią jest udział w przyszłych zyskach. Autorzy uznali, że pierwszy model przyciąga inwestorów dodatkowymi korzyściami i wyższą użytecznością z posiadania dobra. A pozostali potencjalni zainteresowani produktem, nazwani przez autorów „regularnymi konsumentami", nie chcąc ryzykować, decydują się na czekanie. Zapłacą za to niższą cenę, ale będą pozbawieni dodatkowych korzyści. Ten model kierowany jest do tych przedsiębiorstw, które nie mają dużych potrzeb kapitałowych, w przeciwieństwie do drugiego modelu, który preferowany jest przez przedsiębiorstwa o relatywnie wyższych potrzebach kapitałowych. W tej sytuacji crowdfunding przedpłacony generowałby zbyt duże zniekształcenie optymalnego schematu cenowego na rynku. W artykule wskazano rzadziej wówczas stosowany model donacyjny, w którym donatorzy czerpią korzyści społeczne przede

wszystkim z poczucia altruizmu i ewentualnie w przyszłości oczekują, że zostaną konsumentem/użytkownikiem produktu. Autorzy wskazywali również na istotny wpływ asymetrii informacji. Ma ona dwojaki charakter. Po pierwsze, przedsiębiorcy w przypadku nowo projektowanych (oferowanych) produktów nie znają skłonności konsumentów do ponoszenia kosztów zakupu produktów. Model oparty na przedpłatach umożliwia zebranie takich informacji[4] o rynku. Drugim przejawem asymetrii informacji jest brak wiedzy na temat jakości samego produktu, która może być znana dopiero wtedy, kiedy pierwsze produkty zostaną przygotowane.

Z kolei przewaga wiedzy przedsiębiorców nad wiedzą „tłumu" o jakości produktu wpływa na preferowanie crowdfunderów z drugiego modelu, wybierających udział w zyskach ponad korzyści z konsumpcji. Wynikać to może z negatywnych efektów braku wiedzy inwestorów o jakości produktu, co w pierwszym modelu ogranicza chętnych do zakupu. Takie ograniczenie nie występuje w drugim modelu, ponieważ inwestorzy nie muszą zapisywać się na produkt i ostatecznie go konsumować, przez co nie muszą doświadczać bezpośrednio jego jakości.

Jak pokazują autorzy przeglądów literatury, a także co wynika z analizy baz publikacyjnych (Scopus, WoS, Google Scholar) liczba publikacji na temat crowdfundingu udziałowego gwałtownie rośnie (Camilleri i Bresciani, 2022; Mochkabadi i Volkmann, 2020). Potwierdza to również rys. 1.1, na którym pokazano, jak często zwroty „equity crowdfunding" oraz „crowdfundig" występują w książkach skatalogowanych w bazie Google Books.



Rys. 1.1. Częstotliwość występowania zwrotu „equity crowdfunding" i „crowdfunding" w książkach wydanych od 1980 do 2019 roku

Źródło: Books Ngram Viewer.

[4] Autorzy, pisząc o tym typie crowdfundingu, używają sformułowania „urządzenie przesiewowe" (*screening device*).

Zarówno naukowcy, jak i praktycy oraz decydenci na poziomie regulacyjnym wskazują, że crowdfunding udziałowy zaczyna odgrywać coraz większą rolę w wypełnianiu luki finansowej w przypadku przedsiębiorstw o podwyższonym ryzyku, wynikającym z braku historii, z wysokiego poziomu innowacyjności oraz oparcia przewagi konkurencyjnej na wiedzy i wykorzystaniu wartości niematerialnych (np. Bruton i in., 2015; Massolution, 2015; Younkin i Kashkooli, 2016). Rosnące zainteresowanie crowdfundingiem i crowdfundingiem udziałowym szczególnie legitymizuje ten obszar jako subdyscyplinę finansów. Jego atrakcyjność dla nauki polega również na łączeniu teorii i koncepcji z obszaru socjologii, psychologii (Cholakova i Clarysse, 2015), marketingu (Moysidou i Spaeth, 2016), jak również zarządzania i samych finansów (np. Vismara, 2016, 2018b). Z tego powodu badacze wskazują na następujące powody zajmowania się tą tematyką w swoich badaniach:

- equity crowdfunding to innowacyjny sposób na pozyskiwanie zewnętrznego kapitału dla ryzykownych przedsięwzięć (Ahlers i in., 2015; Estrin i in., 2018; Vismara, 2018a),
- daje szerokie spektrum możliwości, jeśli chodzi o prowadzenie badań w obszarze przedsiębiorczości (Cholakova i Clarysse, 2015; McKenny i in., 2017),
- od czasu przełomowych publikacji (Ahlers i in., 2012; Belleflamme i in., 2014) od 2012 do 2017 roku liczba innych książek na ten temat zwiększyła się ponad 6-krotnie, szczególnie w ostatnim czasie zaczęły pojawiać się liczne podsumowania badań (np. Camilleri i Bresciani, 2022) wskazujące coraz bardziej wysublimowane luki badawcze,
- naukowcy, praktycy i regulatorzy wskazują equity crowdfunding jako możliwe do pozyskania źródło finansowania (np. Bruton i in., 2015; Massolution, 2015; Younkin i Kashkooli, 2016),
- badania nad crowdfundingiem oraz dyskusje praktyków wciąż mają charakter rozwojowy oraz są ograniczone i fragmentaryczne (Block i in., 2018a; Cumming i Johan, 2017; Short i in., 2017; McKenny i in., 2017),
- badania mają charakter interdyscyplinarny i jest ich coraz więcej,
- przegląd literatury z tego powodu jest trudny, ale jednocześnie całościowe spojrzenie potrzebne.

W literaturze zagranicznej wyróżnia się cztery rodzaje crowdfundingu, tj. donacyjny (*donation-based crowdfunding*), z nagrodami (*reward-based crowdfunding*), pożyczkowy (*debt-based crowdfunding*) i udziałowy (*equity crowdfunding*). Dodatkowo Belleflamme i in. (2014) proponują jeszcze model przedpłacony (*pre-ordering*). W krajowej literaturze (np. Dziuba, 2012) można spotkać bardziej rozbudowany i zmodyfikowany podział na:

1. Model donacyjny, zwany charytatywnym:
   a) model bez nagradzania uczestników;
   b) model z nagradzaniem uczestników, zwany sponsorskim.

2. Model pożyczkowy:
   a) model mikropożyczek;
   b) model pożyczek społecznych.
3. Model inwestycyjny:
   a) model kolektywnego współfinansowania firm;
   b) model inwestycyjny – funduszu inwestycyjnego;
   c) model inwestycyjny – akcyjny.

Model donacyjny bez nagradzania opiera się na wspieraniu przez instytucje pozarządowe i prywatnych donatorów celu charytatywnego bez otrzymania w zamian jakiegokolwiek ekwiwalentu (Block i in., 2018). Nieco inaczej jest w modelu z nagrodami (Cox i Nguyen, 2018), w którym wspierający otrzymuje nagrody w postaci fizycznych zachęt, zwykle powiązanych wartościowo z poziomem wsparcia. W modelu pożyczkowym w zamian za udostępnione środki finansowe inwestorowi należą się odsetki (Lin i in., 2013). W tym modelu w zależności od sposobu pozyskiwania finansowania wskazuje się na co najmniej dwie podkategorie, tj. model mikropożyczek i pożyczek społecznych. Podobnie w modelu opartym na emisji papierów wartościowych wskazuje się na co najmniej trzy podkategorie, przy czym pierwsze dwie (kolektywnego współfinansowania firm i funduszu inwestycyjnego) oparte są na regulacjach dotyczących funduszy inwestycyjnych. Z kolei wariant crowdfundingu udziałowego (akcyjnego) opiera się głównie na modelu spółki akcyjnej, choć w niektórych krajach stosowane są również rozwiązania oparte na udziałach w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością. Z kolei model przedpłacony (*pre-ordering*) opiera się na zapisach przed uruchomieniem produkcji. Model ten wiąże się z akceptacją przez konsumenta wyższej ceny za produkt, jednak dając prawo do wcześniejszego korzystania z produktu finalnego oraz wartość w postaci uczestniczenia we wspólnocie wspierającej tworzenie innowacyjnej oferty (Belleflamme i in., 2014).

Pomimo wielu wspólnych cech crowdfunding udziałowy spośród pozostałych form wyróżnia się przede wszystkim koniecznością podejmowania decyzji inwestycyjnych, opartych na przewidywanych stopach zwrotu do osiągnięcia, co jest obciążone wyższym ryzykiem w porównaniu z innymi formami crowdfundingu, gdzie korzyść nie jest uzależniona od wyników inwestycyjnych (Bapna, 2019), a jednocześnie fundatorzy otrzymują nagrody materialne lub w formie niematerialnej, a w sytuacji niepowodzenia zbiórki otrzymują zwrot swojego wsparcia finansowego. Tym, co wyróżnia uczestników akcji crowdfundingowych, jest relatywnie niższy poziom doświadczenia oraz duży poziom asymetrii informacji w ocenie nowych przedsięwzięć (Ahlers i in., 2015). Te różnice sprawiają, że do dalszej analizy przeglądu literatury wykorzystane zostaną wyłącznie publikacje dotyczące crowdfundingu udziałowego.

Ze względu na relatywnie krótką historię crowdfunding udziałowy stał się przedmiotem badań dopiero w drugiej dekadzie XXI wieku. Krótka historia funkcjonowania tego rynku sprawiła, że pierwsze opracowania pojawiły się w 2009 roku (Kappel, 2009).

Badania, co jest podkreślane w wielu publikacjach (także tych w formule przeglądów literatury), wciąż mają charakter podstawowy i fragmentaryczny oraz są ograniczone dostępem do informacji.

Można wskazać wiele definicji crowdfundingu udziałowego. Wśród nich jako kluczowe można wskazać następujące (Kordela, 2018):

- metoda finansowania polegająca na sprzedaży przez przedsiębiorcę akcji lub udziałów w przedsiębiorstwie grupie drobnych inwestorów w ofercie publikowanej na wyspecjalizowanych platformach internetowych (Ahlers i in., 2015),
- model, w którym podmioty finansujące spodziewają się zwrotu z inwestycji. W tym modelu przedsiębiorcy zachęcają ludzi do finansowania, by w przyszłości mogli oni otrzymać część zysków z realizowanego przedsięwzięcia (Belleflamme i in., 2013),
- model wiążący się ze sprzedażą papierów wartościowych – jest to użycie Internetu do zebrania małych sum środków pieniężnych od dużej liczby inwestorów (Bradford, 2012),
- inwestorzy wnoszą wkład pieniężny w zamian za udział w przedsięwzięciu, które finansują. Wykorzystywana jest platforma wirtualna, która pośredniczy między inwestorami i przedsiębiorstwami. W transakcjach inwestorzy otrzymują akcje/udziały w przedsiębiorstwie i jest to regulowane odpowiednimi przepisami prawa dotyczącymi obrotu papierami wartościowymi (Ibrahim, 2015),
- model crowdfundingu, w którym podmioty dofinansowujące otrzymują w zamian udział w kapitale własnym przedsiębiorstwa lub obietnicę udziału w zyskach. Przedsiębiorca decyduje, jaką wartość środków finansowych chciałby pozyskać w zamian za procent kapitału własnego. Inwestor otrzymuje udział w przedsiębiorstwie proporcjonalnie do kwoty inwestycji.

To, na co wskazują wymienione definicje, podsumował Gemra (2019), wyróżniając cechy charakterystyczne crowdfundingu udziałowego:

- jest źródłem kapitału własnego dla przedsiębiorstw,
- dostęp do platform crowdfundingu udziałowego (*Equity Crowdfunding*, ECF) mają wyłącznie spółki – przedsiębiorstwa, których podstawowym celem jest sprzedaż, wzrost, rozwój, zysk i maksymalizacja wartości dla wspólników,
- realizując crowdfunding udziałowy, finansuje się, co do zasady, całą działalność spółki lub jej wybrany fragment strategiczny czy operacyjny, a nie konkretny produkt lub usługę,
- uczestnicy zbiórki crowdfundingowej obejmują akcje (albo udziały) i stają się pełnoprawnymi współwłaścicielami przedsiębiorstwa, licząc na udziały w zysku, a jednocześnie często mają okazję do korzystania z produktów, których powstanie finansują.

Dodatkowo można wskazać, że to źródło finansowania wymaga zastosowania szczegółowych regulacji prawnych, w tym dotyczących papierów wartościowych.

Większość dotychczasowych badań empirycznych wpisuje się w metodologię opisową. Badania te koncentrowały się na prezentowaniu sytuacji rynkowej, analizowaniu trendów, wskazywaniu zależności między występującymi na rynkach czynnikami a efektami, tj. wartością pozyskiwanego kapitału czy sukcesem przedsiębiorstw, które emisji dokonywały.

Publikacji dotyczących crowdfundingu jest coraz więcej. Powstają też artykuły porządkujące obszary, objęte badaniami w celu identyfikacji luk badawczych. Pierwsze przeglądy literatury skupiały się ogólnie na finansowaniu społecznościowym i finansowaniu kapitałowym. Wskazywano na pojawiające się trendy i poszukiwano luk badawczych, jednak bez wyraźnego rozróżnienia między odmiennymi formami finansowania społecznościowego (np. Gleasure i Feller, 2016; Guan, 2016; Moritz i Block, 2016; Wallmeroth i in., 2018). W tabeli 1.1 wskazano zidentyfikowane przeglądy literaturowe dotyczące crowdfundingu, w których szczególny nacisk został położony na crowdfunding udziałowy. Podkreślić warto, iż ze względu na popularność przedmiotu badań oraz jego interdyscyplinarny charakter metabadania stają się coraz bardziej specjalistyczne. Autorzy wciąż wskazują trendy i stawiają pytania o lukę badawczą, jednak problematyka jest w coraz większym stopniu złożona, przez co jeszcze bardziej ciekawa i otwierająca kolejne pola do badań.

Tabela 1.1. Przeglądy pozycji literatury o equity crowdfundingu z lat 2016-2022

Autor	Rok	Opis próby	Okres badań	Obszar czasopisma	Główne obszary podsumowania
1	2	3	4	5	6
Gleasure i Feller	2016	120	bd	komunikacja, technologie cyfrowe, organizacja	uchwycenie cech wspólnych, wyeksponowanie innowacyjności crowdfundingu
Martínez--Climent i in.	2018	89	2013-2017	zarządzanie przedsiębiorczymi organizacjami	crowdfunding jako instrument finansowy, osobno dla crowdfundingu udziałowego i pożyczek P2P
Abuo Habla i Broby	2019	110	2014-2019	raport centrum badawczego	rynek kapitałowy, czynniki sukcesu w kampanii, sygnały z decyzji inwestycyjnych, rozwój postinwestycyjny
Mochkabadi i Volkmann	2020	113	2012-2017	przedsiębiorczość i rynek MŚP	uporządkowanie obszarów badań, poziom zainteresowania, luka badawcza w obszarze crowdfundingu udziałowego
Alhammad i in.	2021	1272 (SLR)	2000-2021	*information systems*	rodzaje badań nad crowdfundingiem, cechy rynku crowdfundigu

Tabela 1.1, cd.

1	2	3	4	5	6
Neuhaus	2021	81	2015-2021	biznes i zarządzanie	czynniki osobowościowe przedsiębiorcy a sukces crowdfundingu
Serwaah	2021	47	2011-2021	płeć i przedsiębiorczość	skala włączenia kobiet w aktywność crowdfundingową
Mazzocchini i Lucarelli	2022	1388 (SLR)	2015-2022	*executive and managerial practice implications in management*	multidyscyplinarna i integracyjna analiza przyczyn sprzyjających sukcesom lub porażkom kampanii crowdfundingowych
Thottoli	2022	89 (SLR)	1981-2021	*Asian financial systems and banking sectors*	rola crowdfindingu w krajach Rady Współpracy Zatoki Perskiej (GCC) z perspektywy islamskiej
Bargoni i in.	2022	150	2010-2022	zarządzanie innowacjami	bibliometryczna metaanaliza trendów w publikacjach o innowacjach i crowdfundingu
Chaudhary i in.	2022	58 (SLR)	2016-2022	zarządzanie innowacjami	czynniki wpływające na crowdfunding i jego wyniki w przypadku nowych przedsiębiorstw o podwyższonym ryzyku
Camilleri i Bresciani	2022	72	2017-2021	zarządzanie innowacjami	wykorzystanie platform crowdfundingowych przez małe firmy i startupy
Shafi i Tan	2023	496	2000-2021	finanse i zarządzenie w warunkach islamskich	analiza bibliometryczna crowdfundingu w warunkach finansów islamskich

Źródło: opracowanie własne na podstawie WoS, Scopus, Google Scholar (stan na 31.01.2023).

W publikacjach dominuje perspektywa zarządzania, co zostało wcześniej uzasadnione innowacyjnością badanego narzędzia, jednak w ostatnich latach zauważalny jest wzrost publikacji z obszaru finansów. Mochkabadi i Volkmann (2020) przeprowadzili identyfikację zagadnień poruszanych w publikacjach poświęconych crowdfundingowi, wskazując na pięć szerokich perspektyw. Wśród nich autorzy wymieniają:

- perspektywę rynku kapitałowego,
- perspektywę przedsiębiorcy,

- perspektywę instytucjonalną,
- perspektywę inwestorską,
- perspektywę platform organizujących emisje.

W ramach perspektywy rynkowej należy wymienić publikacje zajmujące się takimi problemami, jak funkcjonowanie i rozwój rynku oraz potencjalna rola crowdfundingu kapitałowego obok tradycyjnych alternatyw finansowych w procesie pozyskiwania kapitału. W ramach pierwszego segmentu można wskazać publikację Pelizzon, Riedela i Tasci (2016), którzy wskazali na genezę crowdfundingu, wymieniając przede wszystkim rozwój Internetu rzeczy czy technologii Web 2.0. Nazwa ta została wymyślona wkrótce po otwarciu pierwszej ogólnoświatowej platformy crowdfundingowej AristShare (w USA w 2003 roku) oraz około rok przed uruchomieniem pionierskiej platformy pożyczkowej Zopa (Wielka Brytania, 2005). Rok 2004 autorzy określili mianem przełomowego, ponieważ użytkownicy „starego" Internetu stali się wówczas twórcami treści. Pelizzon, Riedel i Tasca (2016) wskazali również trzy grupy uczestników na rynku crowdfundingu, tj. pożyczkobiorcę (albo inicjatora projektu), który zgłasza się jako poszukujący finansowania dla swojego pomysłu lub projektu, tzw. tłum, czyli inwestorów indywidualnych oraz grupy inwestycyjne, które są chętne do wsparcia kapitałowego zgłaszanych projektów, oraz organizatorów emisji, czyli platformy moderujące łączenie się pozostałych dwóch grup interesu. Autorzy uznali ponadto, że crowdfunding udziałowy i pożyczkowy stanowią zagrożenie dla tradycyjnego modelu finansowania przedsiębiorstwa. Wskazano również postęp w rozwoju tego sposobu pozyskiwania kapitału na poszczególnych rynkach krajowych.

Ahlers i in. (2015) dokonali porównania przedstawionych powyżej rodzajów crowdfundingu, zawężając jednak model inwestycyjny wyłączenie do crowdfundingu udziałowego. Autorzy ci wzięli pod uwagę dwa kryteria, tj. poziom złożoności (aspekty prawne i poziom asymetrii informacji) oraz poziom niepewności. Wskazali w tym kontekście, że crowdfunding udziałowy cechuje się w obu wymiarach skrajnymi parametrami, tj. wysokim poziomem złożoności, który wpływa na asymetrię informacji, oraz wysokim poziomem niepewności. Z tego powodu, zdaniem autorów, inwestorzy aktywni w segmencie crowdfundingu udziałowego reprezentują niską skłonność do ryzyka. Dążą oni do osiągnięcia długoterminowych stóp zwrotu, które traktują jako czynnik motywujący do inwestycji. Autorzy wskazali również, że rynek ten oferuje finansowanie na relatywnie niskim poziomie w porównaniu z rynkiem private equity, venture capital czy aniołami biznesu, jednak stanowi odpowiedni instrument umożliwiający wypełnienie luki finansowania dla projektów na początkowym etapie rozwoju. Kiedy wyczerpią się kapitały pozyskiwane od tzw. trójki F (*friends, family and fools* – przyjaciele, rodzina i głupcy), crowdfunding udziałowy stanowi kolejne źródło finansowania, które umożliwia osiągnięcie odpowiedniej skali działania poprzez pozyskanie relatywnie wyższego kapitału od dawców akceptujących ryzyko. A na tym etapie rozwoju akceptacja ryzyka pozwala na pozytywne decyzje o udostępnieniu

kapitałów przez inwestorów, co jest oczekiwane przez podmioty z niedoborami kapitału. Jednocześnie wskazano trend przesuwania zainteresowań inwestycyjnych takich podmiotów, jak fundusze podwyższonego ryzyka (venture capital, VC), czy private equity (PE) oraz aniołów biznesu (business angels, AB) w kierunku inwestycji o większej wartości, a co za tym idzie – do spółek na dalszym etapie rozwoju.

Grüner i Siemroth (2016) badali okoliczności prowadzące do efektywnej alokacji kapitału udostępnianego do finansowania nowych ryzykownych projektów. Autorzy wskazywali, że w sytuacji pozyskiwania kapitału na potrzeby stworzenia produktu zazwyczaj produkty generujące duży popyt przynoszą w efekcie wysoką rentowność dla właścicieli, a te niszowe – nie przynoszą odpowiedniego wynagrodzenia właścicielom. W sytuacji kiedy niewiadomą jest popyt ze strony klientów, finansowanie crowdfundingiem umożliwia lepszą alokację kapitału. Bardziej zainteresowani konsumenci są skłonni również zainwestować w produkt jako inwestorzy, bazując na swoich preferencjach konsumenckich. Przez to skala wsparcia od strony inwestorów traktowana jest jako odpowiednik przyszłego popytu. Jednocześnie autorzy dowodzili, że ograniczenia wybranych grup konsumentów w zakresie dostępu do płynności mogą wpłynąć negatywnie na alokację kapitału w ramach finansowania crowdfundingowego. Wynika to z tego, że nierównowaga zamożności wśród inwestorów nie odzwierciedla w sposób efektywny preferencji konsumentów (bogatsi inwestorzy, reprezentują więcej kapitału, zwykle nie stanowią większości wśród konsumentów). Zatem w sytuacji występowania takich nierówności w poziomie zamożności na rynku konsumentów preferencje inwestycyjne tych zamożniejszych inwestorów nie stanowią dobrego sygnału dla prognozowania przyszłego popytu na produkty. Badanie pokazało również, że konsumenci inwestują więcej w przedsiębiorstwa, których produkty im się podobają. Wynika to nie tylko z preferencji czy sympatii do marki albo firmy, ale ze świadomości własnych preferencji wobec produktów. Ponadto ograniczenia konsumentów w dostępie do kapitału wpływają w większym stopniu na efektywność alokacji kapitału do przedsiębiorstw, których oferta skierowana jest do mniej zamożnych klientów. Natomiast mimo nierówności w rozkładzie bogactwa w populacji alokacja jest efektywna, gdy produkt kierowany jest do zamożnego klienta.

Z kolei Kumar i in. (2016) rozwinęli model optymalnego kontraktu crowdfundingowego, koncentrując się na wpływie crowdfundingu na inwestycje i efektywności produkcji. Jeśli monopolista pozyskuje kapitał w formie crowdfundingu, może zmuszać najważniejszych konsumentów do płacenia wyższej ceny za korzystanie z produktu w porównaniu do późniejszej ceny produktu, którą zaproponuje na dalszym (masowym) etapie dystrybucji produktu – wystąpi wówczas dyskryminacja cenowa. Analizowana jest zależność pomiędzy zwiększeniem ceny w przedsprzedaży, która zmniejsza liczbę konsumentów biorących udział w crowdfundingu, a wielkością pozyskiwanego kapitału. Wyższa cena w przedsprzedaży może zwiększyć wpływy od wszystkich konsumentów, którzy wezmą udział w crowdfundingu. Optymalny kon-

trakt przedsprzedażowy równoważy te siły w taki sposób, że monopolista zawsze czerpie korzyści z wykorzystania crowdfundingu. Jeśli pozyskiwanie funduszy jest kosztowne, wówczas stopień dyskryminacji cenowej spada, co ostatecznie powoduje, że rośnie produkcja. Gdy crowdfunding jest łatwo dostępny, wówczas może prowadzić do ograniczenia produkcji. Z perspektywy regulatora rynku ciekawe wydaje się, że gdy koszty produkcji są odpowiednio niskie, a projekty można finansować za pomocą przedsprzedażowego crowdfundingu, wyższe koszty finansowania zwiększają dobrobyt. Z drugiej strony, działania państwa prowadzące do ograniczenia kosztów finansowania przedsiębiorstw, aby pobudzić innowacje, mogą w rzeczywistości prowadzić do zmniejszania dobrobytu, ponieważ zwiększają ceny na rynku produktów i potencjalnie obniżają produkcję. Autorzy szukają również odpowiedzi na pytania o optymalne warunki crowdfundingu oraz o warunki, w jakich crowdfunding jest łączony z innymi źródłami finansowania.

Tomboc (2013) zbadał, w jaki sposób asymetria informacji może powodować wypieranie start-upów o wysokiej jakości przez te o jakości gorszej. Autor ten, bazując na koncepcji Spenca (1973), w której łagodzenie negatywnych skutków asymetrii informacji na rynku pracy dokonywane jest przez sygnalizowanie poziomu ukończonej edukacji, proponuje system ratingowy albo ocenę reputacji. Tomboc (2013) przyjmuje założenie, że słabe podmioty nie są w stanie zachowywać się w sposób naśladujący podmioty silne, których to z kolei zachowania oceniane są pozytywnie. Problemem są koszty dopasowania się do bycia w nowej roli, które to koszty stanowią istotną barierę zaporową. System ratingowy jest oparty na zebranych danych na temat zachowania w przeszłości i dzięki wykorzystaniu Internetu może być udostępniany po bardzo niskim koszcie masowemu odbiorcy. Autor przedstawił rozwiązania wybranych platform crowdfundingowych oraz zaproponował i uzasadnił sygnalizowanie jakości i wiarygodności przy pomocy rodziny i przyjaciół oraz kapitału społecznego.

Z kolei Turan (2015) zaproponowała analizę kategorii ryzyka i czynników ryzyka specyficznego z perspektywy uczestników rynku crowdfundingowego (przedsiębiorców, platform crowdfundingowych oraz inwestorów), dzieląc je według pięciu faz (przedemisyjnej, emisyjnej, postemisyjnej, normalnego funkcjonowania i wyjścia). Autorka zaproponowała wprowadzenie wskaźników umożliwiających mierzenie czynników ryzyka, przez co będzie można ograniczyć jego negatywne skutki i możliwy będzie dalszy rozwój rynku crowdfundingu. Autorka wskazała organizację rynku wtórnego, dodawanie opcji *call* i *put* jako dodatkowych opcji wyjścia z inwestycji, zwiększenie przejrzystości co do praw akcjonariuszy, wprowadzenie do akcjonariatu inwestorów branżowych, ujawnianie informacji o kwalifikacjach osób dokonujących wyceny, o metodyce wyceny oraz wytycznych, jak ustalane są ceny, a także ustanawianie niezależnego audytora, który będzie obiektywnie oceniał inwestycję od strony finansowej i jakościowej, edukowanie inwestorów, standardy dla branży, w tym standaryzację przekazywanych informacji z platform.

W drugim obszarze, tj. potencjalnej roli crowdfundingu na rynku finansowym, wskazać można przede wszystkim prace dotyczące:

a) znaczenia crowdfundingu w rozwoju rynku kapitału dostępnego dla mikroprzedsiębiorstw (np. Nascimento i Querette (2013) analizują przykład rynku brazylijskiego);
b) poszukiwania odpowiedzi na pytanie, czy crowdfunding zastąpi tradycyjne rynki kapitału dla małych i średnich przedsiębiorstw, czy też stanie się pełnoprawnym uzupełnieniem tychże rynków. Dyskusję taką podejmują przykładowo Hornuf i Schiwenbacher (2014), Borello i in. (2015). Porównanie crowdfundingu z innymi źródłami finansowania, odpowiednimi dla podmiotów obciążonych luką finansowania, np. analizę porównawczą do aniołów biznesu, przeprowadzili Hornuf i Schwienbacher (2014). Autorzy ci wskazują, że rynki są zdominowane lokalnymi czynnikami wpływającymi na kształt i funkcjonowanie platform oraz różnymi regulacjami na poziomie krajowym, co powoduje, że obie role (uzupełniająca i zastępująca) występują;
c) roli crowdfundingu w środowisku finansów islamskich; na przykład Abdullah i Oseni (2017) analizują możliwości pozyskiwania kapitału przez małe i średnie firmy. Z kolei Mokhtarrudin i in. (2017) wskazują na to, że mikroprzedsiębiorstwa w Malezji mogą nie być tak bardzo skłonne do uczestniczenia w rynku crowdfundingowym ze względu na podwyższone ryzyko związane z takimi emisjami;
d) znaczenia crowdfundingu w przypadku małych firm społecznych (Kim i Moor, 2017);
e) Dilger i in. (2017) wskazują na zastosowanie crowdfundingu w przypadku kooperatyw energetycznych, gdzie dodatkowym atutem będzie umocnienie sieci powiązań i przyciągnięcie większej liczby potencjalnych uczestników.

W ramach wyróżnionej przez Mochkabadiego i Volkmanna (2020) perspektywy przedsiębiorcy wskazać można co najmniej trzy grupy zagadnień. Po pierwsze, autorzy badają, kto i w jakiej sytuacji powinien korzystać z equity crowdfundingu. Belleflamme i in. (2014) wskazali z kolei, że equity crowdfunding jest wybierany zamiast crowdfundingu opartego na nagrodach, gdy pozyskiwane są relatywnie duże kapitały, oraz w sytuacji, gdy jest wysoki poziom asymetrii informacji. Chociaż to ostatnie nie jest jednoznaczne, to z kolei Miglo i Miglo (2019) stwierdzili, że asymetria zwiększa szansę crowdfundingu opartego na nagrodach. Ponadto badania dotyczą czynników sprzyjających osiąganiu sukcesów z perspektywy i biorców kapitału, i inwestorów. Ale badane są również przyczyny porażek (por. przeglądowy artykuł o tym Mazzocchini i Lucarelli (2022)). Ponadto badania obejmują aktywność kobiet w crowdfundingu. Z jednej strony, porównywane jest zaangażowanie w podziale na płeć, z drugiej strony analizowana jest tzw. gender gap, tj. sytuacja, kiedy kobiety przedsiębiorczynie napotykają na większe niż mężczyźni przeszkody w pozyskiwaniu funduszy na przedsięwzięcia. Przykładowo Prokop i Wang (2022) na podstawie analizy danych dla rynku

niemieckiego wskazali, że zarówno przedsiębiorstwa współzarządzane przez kobiety, jak i takie, gdzie w zarządach byli tylko sami mężczyźni, z równym powodzeniem pozyskiwały kapitały na rynku crowdfundingu. Jednak już przy kolejnych rundach finansowania te pierwsze odnosiły znacznie mniej sukcesów i autorom nie udało się wyjaśnić tych różnic innymi cechami dotyczącymi przedsięwzięć i przedsiębiorców. Sukcesowi kolejnych emisji sprzyjało ustawienie ambitnych celów kapitałowych, którą to strategię autorzy sugerują kobietom przedsiębiorczym. W innym badaniu Zhao, Xie i Yang (2021) na bazie analiz rynku chińskiego wskazali, że kobiety przedsiębiorczynie są bardziej skłonne do finansowania poprzez equity crowdfunding niż mężczyźni. Ponadto wyniki badań pokazują, że chociaż kluczowi (profesjonalni) inwestorzy zwiększają przewagę finansową kobiet przedsiębiorczyń na rynku equity crowdfunding, ta przewaga osłabiona jest w przedsięwzięciach na późniejszym etapie rozwoju.

Identyfikując perspektywę instytucjonalną, Mochkabadi i Volkmann (2020) wskazali na badania analizujące wpływ prawa na uczestników rynku kapitału, w tym również na uczestników rynku crowdfundingu udziałowego. W tej grupie znalazły się również publikacje analizujące i porównujące regulacje, w tym w szczególności ochronę inwestorów i dobre praktyki.

Badanie wskazujące perspektywę platform organizujących emisję dotyka bardzo ważnych problemów, związanych z pośrednictwem platform pomiędzy inwestorami a firmami poszukującymi kapitału (Hagedorn i Pinkwart, 2016; Löher, 2016). Rolą platform jest organizowanie transakcji, tworzenie przestrzeni do ustalania warunków pozyskiwania i korzystania z kapitału oraz dokonywanie wstępnej selekcji popytu na kapitały zgłaszanego przez spółki o podwyższonym ryzyku funkcjonowania (Löher, 2016). Mochkabadi i Volkmann (2020) wyróżnili dwa obszary badawcze w ramach tej perspektywy, tj. sposób funkcjonowania platform oraz ryzyko udziałowców. Projektowanie platform obejmowało takie elementy, jak zorganizowanie procesu pozyskiwania kapitału, wymogi informacyjne i warunki stawiane potencjalnym kapitałobiorcom. Mäschle (2012) wskazywał na znaczenie samodzielności platform w kształtowaniu wymogów informacyjnych, aby obniżyć asymetrię informacji. Mäschle (2012) podkreślał, że istotne jest przykładowo ujawnianie nakładów poniesionych na aktywa trwałe i kosztów operacyjnych, aby pokazać zaangażowanie kapitałowe dotychczasowych właścicieli przed kolejną rundą finansowania. Salomon (2016) wskazał, że jedna z platform zastosowała selekcję opartą na zasadzie społecznego dowodu w przeciwieństwie do tradycyjnych metod *due dilligence*, stosowanych przez fundusze podwyższonego ryzyka. Polegało to na zgromadzeniu na specjalnej platformie ekspertów, profesjonalnych inwestorów i innych interesariuszy, którzy zbiorowo wyrażali opinie na temat chętnych na kapitał start-upów. Löher (2016) z kolei podzielił proces współpracy platform ze spółkami na cztery etapy (pozyskiwanie potencjalnych kapitałobiorców, ich weryfikacja i ocena, przygotowanie transakcji i przygotowanie kampanii crowdfundingowej) i na każdym etapie wykazał aktywną rolę platform, bazującą na

współpracy z analitykami finansowymi, prawnikami, dostawcami usług finansowych oraz zewnętrznymi księgowymi. W efekcie w ramach kryteriów selekcji środek ciężkości przesuwano z takich o charakterze ekonomicznym i dotyczących produktu lub usługi, kiedy był to produkt we wczesnej fazie rozwoju, w kierunku czynników związanych z kapitałem ludzkim w kolejnych etapach ewaluacji. Rolą platform jest również kontrola otrzymanych informacji od potencjalnych kapitałobiorców oraz wspieranie w komunikacji z inwestorami. Hagedorn i Pinkwart (2016) wyróżnili siedem etapów współpracy, tj. (1) wnioskowanie o dopuszczenie do procesu, (2) ocena i selekcja projektów, (3) ustalanie warunków współpracy i podpisanie umowy z platformą, (4) prezentacja wśród inwestorów (*roadshow*), (5) okres zapisów, (6) okres bycia inwestorem, (7) wyjście z inwestycji.

W ramach obszaru dotyczącego ryzyka udziałowców wskazać można opracowanie poświęcone klasyfikacji ryzyka. Arenas i in. (2015) zidentyfikowali obszary ryzyka dla różnych stron uczestniczących w procesach crowdfundingowych, tj. dla przedsiębiorców, inwestorów oraz samych platform, zwracając uwagę przede wszystkim na czynniki związane z ryzykiem prawnym, informacyjnym i technicznym.

Przedstawione badania otwierają kolejne pola badawcze. Zidentyfikowano kilka obszarów, kluczowych dla praktyki, ale i o dużym potencjale naukowym. Wśród nich można wskazać:

- wypracowanie metody oraz jej weryfikację na rynku dotyczącą oceny kosztów i korzyści crowdfundingu udziałowego, uwzględniającą zarówno aspekty marketingowe (rozpoznawalność, budowanie marki, aktywowanie potrzeb klientów, testowanie rozwiązań i oczekiwań klientów, sprawdzanie akceptowalności cenowej), jak i koszty bezpośrednio związane z pozyskaniem i obsługą kapitału (koszty przygotowania się do procesu crowdfundingu, koszty przeprowadzenia zbiórki, koszty utrzymania i obsługi pozyskanego kapitału), które ponoszone są łączenie w procesie crowdfundingu w porównaniu z uzyskanymi korzyściami;
- modele komunikacji, ich jakość i wpływ na koszt kapitału w przypadku konieczności prowadzenia relacji inwestorskich z dużą liczbą rozproszonych, nie tylko prywatnych, ale nie anonimowych inwestorów;
- metody ograniczania asymetrii informacji, w tym zakres ujawnianych informacji nieobowiązkowych w porównaniu z wymogami wynikającymi m.in. z ustawy o rachunkowości czy Kodeksu spółek handlowych w kontekście poziomu wyceny i kosztu kapitału;
- wpływ podwyższania liczby regulacji prawnych na bezpieczeństwo, efektywność i jakość emisji w crowdfundingu udziałowym;
- rolę platform crowdfundingowych w ograniczaniu asymetrii informacji i ryzyka uczestników procesu pozyskiwania kapitału poprzez m.in. efektywną preselekcję chętnych na kapitał.

Ponieważ alternatywne rynki inwestycyjne jako giełdy akcji skierowane do małych i średnich przedsiębiorstw coraz bardziej zbliżają się w swoich regulacjach i stawianych spółkom obowiązkach do tzw. dużych giełd, wydaje się, że platformy crowdfundingowe powinny przejąć w sposób bardziej aktywny rolę tzw. przedszkoli dla giełd, tj. wprowadzać małe i niedojrzałe podmioty w świat pozyskiwania zewnętrznych kapitałów. Aby ten sposób pozyskiwania kapitału był wciąż atrakcyjny, potrzebne są przekrojowe badania w skali międzynarodowej, identyfikujące najbardziej efektywne modele crowdfundingu.

Spis wykorzystanej literatury

Abdullah, S. i Oseni, U. A. (2017). Towards a Sharī'Ah Compliant Equity-Based Crowdfunding for the Halal Industry in Malaysia. *International Journal of Business and Society*, *18*(S1), 223-240.

Abuo Habla, Z. i Broby, D. (2019). *Equity Crowdfunding: Literature Review* (s. 1-19). University of Strathclyde. Pobrano z https://strathprints.strath.ac.uk/69451/

Agrawal, A., Catalini, C. i Goldfarb, A. (2015). Crowdfunding: Geography, Social Networks, and the Timing of Investment Decisions. *Journal of Economics & Management Strategy*, *24*(2), 253-274.

Ahlers, G. K., Cumming, D. J., Guenther, C. i Schweizer, D. (2012). *Signaling in Equity Crowdfunding* (SSRN Working Paper). Pobrano z https://ssrn.com/abstract=2161587

Ahlers, G. K. C., Cumming, D., Günther, C. i Schweizer, D. (2015). Signaling in Equity Crowdfunding. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, *39*(4), 955-980. https://doi.org/10.1111/etap.12157

Alhammad, M. M., AlOthman, R. i Tan, C. (2021). Review of Crowdfunding Regulations across Countries: A Systematic Review Study. *Journal of Information Systems Engineering and* Management, *6*(4). https://doi.org/10.21601/jisem/11395

Arenas, A., Goh, J. M., Podar, M., Podar, M. (2015). A Work-Systems Approach to Classifying Risks in Crowdfunding Platforms: An Exploratory Analysis. *AMCIS 2015 Proceedings*, 27. Pobrano z https://aisel.aisnet.org/amcis2015/e-Biz/GeneralPresentations/27

Bapna, S. (2019). Complementarity of Signals in Early-Stage Equity Investment Decisions: Evidence from a Randomized Field Experiment. *Management Science, INFORMS*, *65*(2), 933-952. DOI:10.1287/mnsc.2017.2833

Bargoni, A., Ferraris, A., Bresciani, S. i Camilleri, M. A. (2022). Crowdfunding and Innovation: A Bibliometric Review and Future Research Agenda. *European Journal of Innovation Management*. https://doi.org/10.1108/EJIM-06-2022-0310

Bayus, B. L. (2013). Crowdsourcing New Product Ideas Over Time: An Analysis of the Dell IdeaStorm Community, January 2013. *Management Science*, *59*(1), 226-244. DOI:10.1287/mnsc.1120.1599

Belleflamme, P., Lambert, T. i Schwienbacher, A. (2013). Individual Crowdfunding Practices. *Venture Capital*, *15*(4), 313-333. DOI:10.1080/13691066.2013.785151

Belleflamme, P., Lambert, T. i Schwienbacher, A. (2014). Crowdfunding: Tapping the Right Crowd. *Journal of Business Venturing, 29*(5), 585-609. https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2013.07.003

Block, J. H., Colombo, M. G., Cumming, D. J. i Vismara, S. (2018). New Players in Entrepreneurial Finance and Why They Are There. *Small Business Economics*, *50*(2), 239-250. https://doi.org/10.1007/s11187-016-9826-6

Borello, G., De Crescenzo, V. i Pichler, F. (2015). The Funding Gap and the Role of Financial Return Crowdfunding: Some Evidence from European Platforms. *The Journal of Internet Banking and Commerce*, *20*(1), 1-20.

Bradford, C. S. (2012). *Crowdfunding and the Federal Securities Laws* (s. 1-20). College of Law, Faculty Publications. Pobrano z https://digitalcommons.unl.edu/lawfacpub/119

Bruton, G., Khavul, S., Siegel, D. i Wright, M. (2015). New Financial Alternatives in Seeding Entrepreneurship: Microfinance, Crowdfunding, and Peer-To-Peer Innovations. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, *39*(1), 9-26.

Camilleri, M. A. i Bresciani, S. (2022). Crowdfunding Small Businesses and Startups: A Systematic Review, an Appraisal of Theoretical Insights and Future Research Directions. *European Journal of Innovation Management*. https://doi.org/10.1108/EJIM-02-2022-0060

Chaudhary, S., Dhir, A., Battisti, E. i Kliestik, T. (2022). Mapping the Field of Crowdfunding and New Ventures: A Systematic Literature Review. *European Journal of Innovation Management*. https://doi.org/10.1108/EJIM-05-2022-0241

Cholakova, M. i Clarysse, B. (2015). Does the Possibility to Make Equity Investments in Crowdfunding Projects Crowd Out Reward-Based Investments? *Entrepreneurship: Theory and Practice*, *39*(1), 145-172.

Corsten, S., Füssel, S., Pflug, G. i Schmidt-Künsemüller, F. A. (b.d.). *Lexikon des gesamten Buchwesens*. Pobrano z https://referenceworks.brillonline.com/browse/lexikon-des-gesamten-buchwesens-online/alphaRange/Po%20-%20Pu/P?s.start=150

Cox, J., Nguyen, T., Thorpe, A., Ishizaka, A., Chakhar, S. i Meech, L. (2018). Being Seen to Care: The Relationship Between Self-Presentation and Contributions to Online Pro-Social Crowdfunding Campaigns. *Computers in Human Behavior*, (83), 45-55. https://doi.org/10.1016/j.chb.2018.01.014

Crowdfunding-Wortschöpfer Michael Sullivan im Interview. (b.d.). Pobrano 30 grudnia 2022 z https://www.crowdfunding.de/magazin/crowdfunding-wortschoepfer-michael-sullivan-im-interview/

Cumming, D. i Johan, S. (2017). Crowdfunding and Entrepreneurial Internationalization. W: N. Dai i D. Siegel (red.), *Entrepreneurial Finance: Managerial and Policy Implications* (s. 109-126). London: The World Scientific Publishers.

Dilger, M. G., Jovanović, T. i Voigt, K. I. (2017). Upcrowding Energy Co-Operatives–Evaluating the Potential of Crowdfunding for Business Model Innovation of Energy Cooperatives. *Journal of Environmental Management*, *198*, 50-62.

Dziuba, D. T. (2012). Rozwój systemów crowdfundingu – modele, oczekiwania i uwarunkowania. *Problemy Zarządzania*, *10*(3) (38), 83-103.

Estrin, S., Gozman, D. i Khavul, S. (2018). The Evolution and Adoption of Equity Crowdfunding: Entrepreneur and Investor Entry Into a New Market. *Small Business Economics*, (51), 425-439. https://doi.org/10.1007/s11187-018-0009-5

Feinberg, M. (2013). *Why Donation Based Crowdfunding Is Here to Stay (and Growing)*. Pobrano z https://www.triplepundit.com/story/2013/why-donation-based-crowdfunding-here-stay-and-growing/88326

Gemra, K. (2019). Crowdfunding udziałowy jako forma finansowania rozwoju przedsiębiorstwa. *Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie*, *52*(3), 47-55. https://doi.org/10.5604/01.3001.0013.4789

Gleasure, R. i Feller, J. (2016). Emerging Technologies and the Democratization of Financial Services: A Meta Triangulation of Crowdfunding Research. *Information and Organization*, *26*(4), 101-115.

Griffin, Z. J. (2012). *Crowdfunding: Fleecing The American Masses* (Working Paper).

Gritten, A. (2011). New Insights into Consumer Confidence in Financial Services. *International Journal of Bank Marketing, 29*(2), 90-106. DOI:10.1108/02652321111107602

Grüner, H. P. i Siemroth, Ch. (2019). Crowdfunding, Efficiency, and Inequality. *Journal of the European Economic Association*, *17*(5), 1393-1427. https://doi.org/10.1093/jeea/jvy023

Grüner, H. P. i Siemroth, Ch. (2016). Analysis of the Allocative Effects of Equity Crowdfunding. *SSRN Electronic Journal*. DOI:10.2139/ssrn.2886401

Guan, L. (2016). A Short Literature Review on Reward-Based Crowdfunding (Paper presented at the International Conference on Service Systems and Service Management (ICSSSM), June, Kunming, China). DOI:10.1109/icsssm.2016.7538636

Habla, A. Z. i Broby, D. (2019). *Equity Crowdfunding: Literature Review*, University of Strathclyde, Working paper, 1-19. Pobrano z https://pure.ulster.ac.uk/en/publications/equity-crowdfunding-literature-review.

Hagedorn, A. i Pinkwart, A. (2016). The Financing Process of Equity-Based Crowdfunding: An Empirical Analysis. W: D. Brüntje, O. Gaijda (red.), *Crowdfunding in Europe* (s. 71-85). Switzerland: Springer International Publishing.

Hornuf, L. i Schwienbacher, A. (2014). *The Emergence of Crowdinvesting in Europe: With an In-Depth Analysis of the German Market* (SSRN working paper). Pobrano z https://ssrn.com/abstract=2481994

Howe, J. (2006). The Rise of Crowdsourcing. *The Wire Magazine*, (01). Pobrano z https://www.wired.com/2006/06/crowds/

Howe, J. (2008). *Crowdsourcing. Why the Power of the Crowd is Driving Future of Business*. New York: Three Rivers Press.

Ibrahim, D. M. (2015). Equity Crowdfunding: A market for Lemons?. *Minnesota Law Review*, vol. 100, *William and Marry Law School Research Paper*, 09-292. Pobrano 30 stycznia 2018 z https://ssrn.com/ abstract=2539786

Kappel, T. (2009). Ex ante Crowdfunding and the Recording Industry: A Model for the U.S.? *LLAE Law Review*, *29*, 375-385.

Kim, H. i Moor, L. (2017). The Case of Crowdfunding in Financial Inclusion: A Survey. *Strategic Change*, *26*(2), 193-212.

Kleemann, F., Voß, G. i Rieder, K. M. (2008). Un(der)Paid Innovators: The Commercial Utilization of Consumer Work through Crowdsourcing. *Science, Technology & Innovation Studies*, (4), 5-26. https://doi.org/10.17877/DE290R-12790

Kordela, D. (2018). Diagnoza rozwoju crowdfundingu udziałowego w Polsce. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu. Research Papers of Wrocław University of Economics*, (531), 241-252.

Kumar, P., Langberg, N. i Zvilichovsky, D. (2016). *(Crowd)Funding Innovation: Financing Constraints, Price Discrimination and Welfare.* Corporate Finance: Valuation.

Lin, M., Prabhala N. R. i Viswanathan, S. (2013). Judging Borrowers by the Company They Keep: Friendship Networks and Information Asymmetry in Online Peer-to-Peer Lending. *Management Science, 59* (1), 17-35.

Löher, J. (2016). The Interaction of Equity Crowdfunding Platforms and Ventures: An Analysis of the Preselection Process. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, *19*(1-2), 51-74.

Martínez-Climent, C., Zorio-Grima, A. i Ribeiro-Soriano, D. (2018). Financial Return Crowdfunding: Literature Review and Bibliometric Analysis. *International Entrepreneurship and Management Journal*, *14*(3), 527-553.

Mäschle, O. (2012). *Which Information Should Entrepreneurs on German Crowdinvesting-Platforms Disclose*? (Working paper, No. 127, Thünen-Series of Applied Economic Theory). Germany: Rostock.

Massolution. (2015). *CF-Crowdfunding Industry Report*. Pobrano z http://www.crowdsourcing.org/editorial/global-crowdfunding-market-to-reach-344b-in-2015-predicts-massolutions-2015cf-industry-report/45376

Mazzocchini, F. J. i Lucarelli, C. (2022). Success or Failure in Equity Crowdfunding? A Systematic Literature Review and Research Perspectives. *Management Research Review.*

McKenny, A. F., Allison, T. H., Ketchen, D. J., Short, J. C. i Ireland, R. D. (2017). How Should Crowdfunding Research Evolve? A Survey of the Entrepreneurship Theory and Practice Editorial Board. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, *41*(2), 291-304.

Miglo, A. i Miglo, V. (2019). Market Imperfections and Crowdfunding. *Small Business Economics*, *53,* 51-79. https://doi.org/10.1007/s11187-018-0037-1

Mochkabadi, K. i Volkmann, C. K. (2020). Equity Crowdfunding: A Systematic Review of the Literature. *Small Business Economics*, *54*, 75-118. https://doi.org/10.1007/s11187-018-0081-x

Mokhtarrudin, A., Masrurah, I. M. K. i Muhamad, S. C. R. (2017). Crowdfunding as a Funding Opportunity for Youth Start-Ups in Malaysia. *Pertanika Journal of Social Sciences& Humanities*, (25), 139-154.

Moritz, A. i Block, J. H. (2016). Crowdfunding: A Literature Review and Research Directions. W: D. Brüntje, O. Gajda (red.), *Crowdfunding in Europe. FGF Studies in Small Business and Entrepreneurship*. Springer, Cham. https://doi.org/10.1007/978-3-319-18017-5_3

Moritz, A., Block, J. i Lutz, E. (2015). Investor Communication in Equity-Based Crowdfunding: A Qualitative-Empirical Study. *Qualitative Research in Financial Markets*, *7*(3), 309-342.

Moysidou, K. i Spaeth, S. (2016). *Cognition, Emotion and Perceived Values in Crowdfunding Decision-Making* (Paper presented at the Open and User Innovation Conference, Boston, USA).

Nascimento, M. i Querette, E. (2013). *Crowdfunding: Challenges and Alternatives to Financing the Innovative Entrepreneurship in Brazil* (Paper presented at the 3rd Conference of the International Consortium of Studies on Innovation and Entrepreneurship, November, Rio de Janeiro, Brazil).

Neuhaus, J., Isaak, A. i Bostandzic, D. (2022). Million Dollar Personality: A Systematic Literature Review on Personality in Crowdfunding. *Management Review Quarterly*, *72*(2), 309-345.

Pelizzon, L., Riedel, M. i Tasca, P. (2016). Classification of Crowdfunding in the Financial System. W: P. Tasca, T. Aste, L. Pelizzon, N. Perony (red.), *Banking Beyond Banks and Money* (s. 5-16). Switzerland: New Economic Windows, Springer International Publishing.

Prędkiewicz, K. (2018). *Finansowanie innowacji małych i średnich przedsiębiorstw w świetle teorii ograniczeń finansowych*. Wrocław: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu.

Prokop, J. i Wang, D. (2022). Is There a Gender Gap in Equity-Based Crowdfunding? *Small Business Economics*, *59*, 1219-1244. https://doi.org/10.1007/s11187-021-00574-6

Salomon, V. (2016). Emergent Models of Financial Intermediation for Innovative Companies: From Venture Capital to Crowdinvesting Platforms in Switzerland. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, *18*(1), 21-41.

Schwienbacher, A. i Larralde, B. (2012). Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures. W: D. J. Cumming (red.), *The Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance*. Oxford: Oxford University Press.

Serwaah, P. i Shneor, R. (2021). Women and Entrepreneurial Finance: A Systematic Review. *Venture Capital, Taylor & Francis Journals*, *23*(4), 291-319.

Shafi, R. M. i Tan, Y.-L. (2023). Evolution in Islamic Capital Market: A Bibliometric Analysis. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*. https://doi.org/10.1108/JIABR-04-2022-0106

Short, J. C., Ketchen, D. J., McKenny, A. F., Allison, T. H. i Ireland, R. D. (2017). Research on Crowdfunding: Reviewing the (Very Recent) Past and Celebrating the Present. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, *41*(2), 149-160.

Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, *87*(3), 355-374. Pobrano z http://links.jstor.org/sici?sici=0033-5533%28197308%2987%3A3%3C355%3AJMS%3E2.0.CO%3B2-3

Thottoli, M. M. (2022). The Starring Role of Crowdfunding in GCC: A Structured Literature Review. *Asian Journal of Economics and Banking*, *6(*2), 155-177. https://doi.org/10.1108/AJEB-02-2022-0022.

Tomboc Gmeleen Faye. *(*2013). The Lemons Problem in Crowdfunding. *30 J. Marshall J. Info. Tech. & Privacy L., 253*. Pobrano z https://repository.law.uic.edu/jitpl/vol30/iss2/2

Turan Son, S. (2015). Stakeholders in Equity-Based Crowdfunding: Respective Risks Over the Equity Crowdfunding Lifecycle. *Journal of Financial Innovation*, *1*(2), 141-151. DOI:10.15194/jofi_2015.v1.i2.34

Vismara, S. (2016). Equity Retention and Social Network Theory in Equity Crowdfunding. *Small Business Economics, 46*(4), 579-590.

Vismara, S. (2018a). Information Cascades Among Investors in Equity Crowdfunding. *Entrepreneurship Theory and Practice*, *42*(3), 467-497.

Vismara, S. (2018b). *Sustainability in Equity Crowdfunding. Technological Forecast and Social Change (Forthcoming)*. Pobrano z https://ssrn.com/abstract=3135935

Wallmeroth, J., Wirtz, P. i Groh, A. P. (2018). Venture Capital, Angel Financing, and Crowdfunding of Entrepreneurial Ventures: A Literature Review. *Foundations and Trends in Entrepreneurship*, *14*(1), 1-129.

Younkin, P. i Kashkooli, K. (2016). What Problems Does Crowdfunding Solve? *California Management Review, 58*(2), 20-43.

Zhao, Y., Xie, X. i Yang, L. (2021). Female Entrepreneurs and Equity Crowdfunding: The Consequential Roles of Lead Investors and Venture Stages. *International Entrepreneurship and Management Journal*, (17), 1183-1211. https://doi.org/10.1007/s11365-020-00659-w

2

Regulacje prawne – stan obecny i perspektywy zmian

Działalność crowdfundingowa w krajach Unii Europejskiej (UE) jest regulowana na dwóch poziomach: funkcjonowania rynków finansowych i funkcjonowania crowdfundingu. Na poziomie *sensu largo* w każdym kraju UE mają zastosowanie te same przepisy i są to głównie takie regulacje, jak przepisy związane z przeciwdziałaniem praniu brudnych pieniędzy i finansowaniu terroryzmu, ochroną praw konsumentów (inwestorów) oraz usługami płatniczymi. Z kolei przepisy *sensu stricto*, czyli regulujące działalność platform crowdfundingowych i przeprowadzania kampanii crowdfundingowych, do 2020 roku[1] były stosowane w niektórych państwach UE (m.in. Hiszpania, Austria, Francja). Brak regulacji w części krajów UE wynikał z wielu powodów. Za jeden z najistotniejszych można wskazać rozpoczęcie w 2017 roku prac nad uregulowaniem rynku crowdfundingu na poziomie Unii Europejskiej (Lazzaro i Noonan, 2021) i oczekiwaniem przez krajowych ustawodawców na ostateczny kształt rozporządzenia. Efektem tych prac jest przyjęte w 2020 roku Rozporządzenie w sprawie europejskich dostawców usług finansowania społecznościowego dla przedsięwzięć gospodarczych (Dz. U. UE.L.2020.347.1, dalej Rozporządzenie ECSP), którego efektem jest wprowadzenie jednolitych zasad dotyczących działalności platform crowdfundingowych i crowdfundingu udziałowego we wszystkich krajach członkowskich Unii Europejskiej.

W dalszej części rozdziału zostały przedstawione przepisy prawne obowiązujące w wybranych krajach UE. Następnie opisano przepisy mające pośredni i bezpośredni wpływ na działalność platform crowdfundingowych. Na koniec uwaga została skupiona na przepisach prawnych regulujących przeprowadzanie kampanii.

---

[1] W 2020 roku zostało uchwalone rozporządzenie w sprawie europejskich dostawców usług finansowania społecznościowego dla przedsięwzięć gospodarczych (Dz.U.UE.L.2020.347.1), które wprowadza jednolite zasady regulujące działalność platform crowdfundingowych i crowdfundingu udziałowego w krajach UE.

2.1
Regulacje prawne w wybranych krajach Unii Europejskiej

Przedstawione w tym rozdziale regulacje prawne obowiązywały przed implementacją Rozporządzenia ECSP przez kraje członkowskie UE. Zabieg ten jest celowy i służy do pokazania różnic w podejściu do regulowania sposobu funkcjonowania crowdfundingu w poszczególnych krajach UE. Analizę regulacji prawnych ograniczono do stanu przed implementacją Rozporządzenia ECSP, również z powodu wprowadzania tego rozporządzenia w różnych okresach przez poszczególne kraje członkowskie. Poza tym część stosowanych przepisów, zgodnie z zapisami w Rozporządzeniu ECSP, może być nadal stosowana.

W krajach UE, w których wprowadzono przepisy regulujące crowdfunding jako jedną z form finansowania, wszystkie platformy crowdfundingowe są objęte nadzorem. Taki wymóg jest w Hiszpanii, Włoszech, Austrii, Belgii, Estonii, Finlandii, Niemczech, Portugalii, na Łotwie, we Francji i w Holandii. Różnice w przepisach są widoczne na poziomie dopuszczalnych limitów kampanii crowdfundingowych. I tak we Włoszech, Holandii i w Hiszpanii emitent może przeprowadzić w ciągu 12 miesięcy kampanie w łącznej wysokości do 5 mln euro, we Francji limit ten wynosi 1 mln euro, w Austrii 1,5 mln euro, w Grecji 0,5 mln euro, najmniej zaś w Holandii – 40 tys. euro. Z kolei w Finlandii nie ma ustalonych limitów, ale w przypadku przekroczenia limitu emisji w wysokości 5 mln euro jest wymagane sporządzenie prospektu emisyjnego. Dodatkowo w części krajów obligatoryjnie platformy crowdfundingowe muszą posiadać odpowiednie polisy ubezpieczeniowe (np. Niemcy, Francja, Włochy) oraz są wprowadzone limity inwestycyjne dla inwestorów. Przykładowo w Hiszpanii inwestorzy mogą zainwestować maksymalnie 3 tys. euro w jedną spółkę, na Łotwie limit wynosi 10 tys. euro, w Austrii limit zależy od wartości posiadanych aktywów przez inwestora (do 10 %), w Portugalii obowiązuje limit do 3 tys. euro, jeżeli dochód roczny przekracza 70 tys. euro, w Grecji zaś – do 5 tys. euro w jeden projekt i do 30 tys. euro w emisje z jednej platformy (szerzej w Alhammad i in., 2021).

Interesujące rozwiązania prawne wprowadzono we Francji, Włoszech, Estonii i Holandii. We Francji platforma crowdfundingowa może być zarejestrowana jako doradca inwestycyjny w zakresie finansowania społecznościowego (CIP), pośrednik inwestycyjny w zakresie finansowania społecznościowego, dostawca usług inwestycyjnych lub instytucja kredytowa. Dwie pierwsze opcje są najmniej kosztochłonne i w porównaniu z dwoma kolejnymi statusami nie są obarczone koniecznością spełnienia licznych obowiązków. Drugim ciekawym rozwiązaniem jest możliwość oferowania przez CIP usług inwestowania w akcje i instrumenty dłużne, w tym minibonds, które są specjalnie zaprojektowanymi obligacjami dla finansowania społecznościowego. Obligacje te są niezbywalnymi papierami wartościowymi, które mogą być emitowane na okres do 5 lat przez przedsiębiorstwa, które mają zatwierdzone sprawozdania

finansowe z trzech lat obrotowych. Z kolei włoskie przepisy mocno ograniczają krąg emitentów. Z crowdfundingu udziałowego we Włoszech mogą skorzystać jedynie innowacyjne firmy, które spełniają szereg wymogów (m.in. są spółkami kapitałowymi nienotowanymi na rynku publicznym, przeznaczają określony procent przychodów ze sprzedaży na badania i rozwój) oraz fundusze inwestycyjne, lokujące środki przede wszystkim we wspomniane wcześniej innowacyjne firmy. Estońskie przepisy z kolei dopuszczają prowadzenie działalności przez platformy crowdfundingowe bez rejestracji i zezwolenia w zakresie oferowania papierów wartościowych niezbywalnych (np. udziałów w spółce z o. o., w której pozostali udziałowcy mają prawo pierwokupu). Natomiast w Holandii dopuszczalne jest oferowanie przez platformy certyfikatów na udziały (akcje), które są alternatywą dla udziałów (akcji) i nie zapewniają posiadaczom pełnych praw korporacyjnych (brak konieczności zapraszania na walne zgromadzenie). Drugą ciekawą możliwością finansowania są zamienne pożyczki podporządkowane, które mogą być zamienione na udziały, akcje lub certyfikaty na udziały (akcje) (szerzej Bartosiewicz, 2019).

2.2
Regulacje na poziomie unijnym

Jak wspomniano wcześniej, w 2020 roku opublikowano Rozporządzenie w sprawie europejskich dostawców usług finansowania społecznościowego dla przedsięwzięć gospodarczych, którego efektem ma być wprowadzenie jednolitych zasad dotyczących działalności platform crowdfundingowych i crowdfundingu udziałowego we wszystkich krajach Unii Europejskiej. Jednocześnie zobowiązano kraje członkowskie do zaimplementowania Rozporządzenia ECSP do krajowego porządku prawnego do 10 listopada 2021 roku i nie później niż do 10 listopada 2022 roku.

Rozporządzenie ECSP nie tylko wprowadza ramy prawne dla funkcjonowania crowdfundingu, ale także reguluje funkcjonowanie platform crowdfundingowych. Rozporządzenie ECSP ma zastosowanie do crowdfundingu dłużnego i crowdfundingu udziałowego. Ponieważ tematem przewodnim monografii jest crowdfunding udziałowy, w dalszej części rozdziału uwaga zostanie skupiona na wprowadzanych regulacjach dotyczących crowdfundingu udziałowego. Jedną z najistotniejszych kwestii, która została uregulowana, jest działanie na zasadzie jednolitych zasad licencjonowania działalności. Oznacza to, że dostawca usług finansowania społecznościowego ma obowiązek uzyskania licencji od krajowego organu nadzoru, który jest odpowiednim ze względu na siedzibę dostawcy. Wydane licencje związane są z jednolitym paszportem europejskim, czyli dostawcy mogą działać w każdym kraju UE na zasadzie notyfikacji, a nie uzyskiwania kolejnych, krajowych licencji. Drugą istotną zmianą jest podwyższenie limitu kampanii z 1 mln euro do 5 mln euro bez konieczności sporządzania prospektu emisyjnego.

W Rozporządzeniu ECSP zostały szczegółowo określone także zasady reklamowania kampanii. Streszczając przepisy dotyczące komunikatów marketingowych, można wskazać, że przekazy marketingowe muszą być rzetelne, jasne i spójne z informacjami zawartymi w arkuszu kluczowych informacji inwestycyjnych (Key Investment Information Sheet, KIIS). Wspomniany arkusz jest jednocześnie nowym wymogiem w zakresie ochrony inwestorów. KIIS obejmuje takie obszary, jak informacje dotyczące właściciela projektu, czynniki ryzyka, prawa inwestorów i informacje dotyczące spółki celowej. Dodatkowo wprowadzono podział inwestorów. Na podstawie wyników testu wiedzy i symulacji zdolności ponoszenia strat inwestorzy są dzieleni na inwestorów nieprofesjonalnych i profesjonalnych. Inwestorzy nieprofesjonalni zyskują dodatkową ochronę w postaci prawa do namysłu, czyli prawa do wycofania złożonej oferty bez podawania przyczyny i ponoszenia jakichkolwiek kosztów w ciągu czterech dni kalendarzowych od momentu złożenia przez potencjalnego inwestora niedoświadczonego oferty inwestycyjnej lub oświadczenia o wyrażeniu zainteresowania.

Rozporządzenie ECSP wpływa także na działalność dostawców usług finansowania społecznościowego. Poza obowiązkiem uzyskania licencji platformy crowdfundingowe zobowiązane są do stworzenia polityk i procedur zapewniających skuteczne i rzetelne zarządzanie, rozpatrywanie skarg i reklamacji oraz zapobieganie konfliktom interesów. Dodatkowo nałożone są nowe obowiązki w obszarze korzystania z outsourcingu oraz posiadania odpowiednich środków ochrony w formie środków własnych lub polisy ubezpieczeniowej.

Uwzględniając przepisy już obowiązujące w krajach UE, można stwierdzić, że w części krajów Rozporządzenie ECSP niewiele zmieni. W innych krajach, takich jak Polska przepisy z Rozporządzenia ECSP wyznaczą ramy prawne dla crowdfundingu udziałowego.

2.3
Krajowe ramy prawne funkcjonowania crowdfundingu

Jak zauważają Bagińska (2018) czy Frańczuk (2018), w Polsce pośrednie zastosowanie do pozyskiwania środków w ramach kampanii crowdfundingowych i działalności platform crowdfundingowych ma kilka przepisów prawnych, w tym ustawa o świadczeniu usług drogą elektroniczną (Ustawa, 2002), ustawa o ochronie danych osobowych (Ustawa, 2018), ustawa o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Ustawa o nadzorze nad rynkiem kapitałowym, 2005), ustawa o obrocie instrumentami finansowymi oraz ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzenia instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Ustawa, 2005). Dodatkowo platformy crowdfundingowe, prowadząc działalność, mogą również korzystać z wytycznych przygotowanych przez Urząd Komisji Nadzoru Finansowego oraz zbioru dobrych praktyk opracowanych przez Związek Przedsiębiorstw Finansowych we współpracy z platformami crowdfundingowymi.

Nadrzędnym przepisem prawnym jest Ustawa o finansowaniu społecznościowym dla przedsięwzięć gospodarczych i pomocy kredytobiorcom (Ustawa, 2022). Ustawa ta wprowadza szczegółowe zapisy Rozporządzenia ECSP do polskiego porządku prawnego i dodatkowo nowe regulacje. Z poziomu funkcjonowania crowdfundingu udziałowego wskazać należy dwie wprowadzone zmiany: (1) wymóg posiadania licencji przez platformę crowdfundingową i podleganie nadzorowi UKNF oraz (2) wycofanie możliwości przeprowadzania kampanii crowdfundingowej opartej na oferowaniu udziałów w spółce.

W tym miejscu warto wspomnieć o pierwszej próbie uregulowania funkcjonowania crowdfundingu w Polsce, która była podjęta już w 2012 roku przez istniejące wówczas Polskie Towarzystwo Crowdfundingu (Bartosiewicz, 2019). Propozycja nie spotkała się z przychylnością ustawodawcy i nie była skierowana do dalszych prac.

Biorąc pod uwagę odmienny charakter stosunków cywilnoprawnych, w dalszej części skupiono uwagę osobno na regulacjach prawnych mających wpływ na oddziaływanie na platformy crowdfundingowe i proces przeprowadzania emisji.

2.4

Przepisy regulujące pośrednio działalność platform crowdfundingowych w Polsce

Platformy crowdfundingowe są podmiotami gospodarczymi, które prowadzą działalność polegającą m.in. na zarządzaniu stronami WWW, przetwarzaniu danych i hostingu, badaniu rynku i doradztwie związanym z zarządzaniem. Wszystkie platformy crowdfundingowe w Polsce funkcjonują jako spółki akcyjne lub spółki z ograniczoną działalnością, czyli ich działalność regulowana jest głównie przez Kodeks spółek handlowych. Zgodnie z przepisami platformy crowdfundingowe mogą uczestniczyć w kampanii crowdfundingowej jako podmiot pośredniczący pomiędzy emitentami i inwestorami lub jako subemitent. Druga opcja sprowadza się do nabycia przez platformę akcji lub udziałów oferowanych w ramach kampanii, na które nie zostaną złożone zapisy w terminie trwania kampanii. Dodatkowo Ustawa o finansowaniu społecznościowym dla przedsięwzięć gospodarczych i pomocy kredytobiorcom (Ustawa, 2022) nakłada na platformy crowdfundingowe obowiązek posiadania licencji UKNF na prowadzenie działalności w zakresie świadczenia usług finansowania społecznościowego dla przedsięwzięć gospodarczych.

2.5
Regulacje na poziomie emisji

Emisje crowdfundingowe regulowane są zarówno na poziomie uczestników, jak i na poziomie samej emisji. Uczestnikami emisji crowdfundingowej są przede wszystkim platformy crowdfundingowe i firmy, które chcą pozyskać kapitał na drodze emisji crowdfundingowej. Regulacje dotyczące platform crowdfundingowych zostały opisane w poprzednim rozdziale, dlatego też w tym miejscu zostały przedstawione regulacje prawne obowiązujące na poziomie drugiej grupy uczestników emisji – emitentów.

Podstawowym aspektem emisji crowdfundingowych jest wysokość emisji. Zgodnie ze zmienionymi w lipcu 2018 roku przepisami wartość emisji crowdfundingowej bez konieczności sporządzania prospektu emisyjnego wynosi 1 mln euro (wcześniej limit wynosił tylko 100 tys. euro). Zgodnie z zapisami w Rozporządzeniu ECSP limit ten może być podniesiony do 5 mln euro. W przypadku Polski limit ten zacznie obowiązywać od 10 listopada 2023 roku. W okresie przejściowym, czyli od momentu wejścia w życie ustawy o finansowaniu społecznościowym przedsięwzięć gospodarczych oraz znowelizowaniu ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego obrotu oraz o spółkach publicznych (Ustawa, 2005) do 9 listopada 2023 roku, limit wynosi 2,5 mln euro. Limity te liczone są jako suma wszystkich wpływów z tytułu ofert publicznych z poprzednich 12 miesięcy.

Drugim ważnym aspektem emisji crowdfundingowych jest forma prawna przedsiębiorcy. W momencie przygotowywania monografii obowiązujące przepisy prawa dopuszczały możliwość emisji akcji oraz sprzedaży udziałów. Powoduje to, że firma chcąca skorzystać z emisji crowdfundingowej musi mieć formę spółki akcyjnej (SA), prostej spółki akcyjnej (PSA), spółki komandytowo-akcyjnej, spółki z ograniczoną odpowiedzialnością lub być kombinacją wymienionych. W dotychczasowej historii rynku crowdfundingu w Polsce z emisji korzystały podmioty o różnych formach prawnych. Najczęściej jednakże, bo aż w 76% emisji z okresu 2012-2021, wykorzystywana była forma spółki akcyjnej (Trzebiński, 2022). Rzadziej wykorzystywano formę spółki z ograniczoną odpowiedzialnością (10%).

W Rozporządzeniu ECSP pozostawiono opcje krajowe, które umożliwiają wykorzystywanie spółek z ograniczoną odpowiedzialnością w emisjach crowdfundingowych. Krajowy ustawodawca nie zdecydował się skorzystać z opcji narodowej i wycofano możliwość finansowania społecznościowego dla spółek z ograniczoną odpowiedzialnością. Oferowanie udziałów w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością w ramach kampanii crowdfundingowych możliwe będzie tylko do 9 listopada 2023 roku. Jednym z argumentów za wycofaniem spółek z ograniczoną odpowiedzialnością, według ustawodawcy, było wprowadzenie prostej spółki akcyjnej (PSA). Jest to spółka kapitałowa bez kapitału zakładowego. Rolę kapitału zakładowego odgrywa

kapitał akcyjny, który może wynosić zaledwie 1 zł. Innymi cechami wyróżniającymi PSA jest brak wpisywania do umowy spółki wysokości kapitału i zmian w kapitale, możliwość wniesienia wkładu niepieniężnego mającego wartość majątkową za akcje (np. świadczenie pracy) oraz system monistyczny, czyli to, że nie ma konieczności powoływania zarządu i rady nadzorczej. W miejsce tych organów może być powołana rada dyrektorów, która ma kompetencje zarządcze i nadzorcze. Można przyjąć, że PSA jest dobrą formą prawną na otwarcie i początek działalności. Po pewnym czasie zaleca się przekształcenie jej w spółkę akcyjną, co również zostało przewidziane w Kodeksie spółek handlowych w postaci prostej procedury przekształcenia PSA w SA. Innymi zaletami PSA jest możliwość utworzenia spółki poprzez właściwy system (Portal S24), co znacznie ogranicza koszty związane z wypełnianiem wymogów formalnych i zgłaszania zmian do KRS.

Kolejnym istotnym elementem emisji będzie arkusz kluczowych informacji, który będzie częścią emisji. Dokument ten obejmie takie informacje, jak: informacje dotyczące właściciela, czynniki ryzyka, prawa inwestorów, w tym możliwości wyjścia z inwestycji przez inwestora. Celem tego dokumentu jest zwiększenie poziomu ochrony inwestorów oraz zwrócenie uwagi inwestorów, że jest to instrument finansowy, z którym związane są różne rodzaje ryzyka.

Obecnie udziały w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością można sprzedać poprzez umowę notarialną, a akcje w postaci umowy cywilnoprawnej. W Rozporządzeniu ECSP wprowadzono możliwość łatwego wyjścia z inwestycji w postaci tablicy ogłoszeń. Rozwiązanie to sprowadza się do umożliwienia ogłaszania zainteresowanym zakupem lub sprzedażą zbywalnych papierów wartościowych, które były pierwotnie oferowane na platformie crowdfundingowej.

Wprowadzone przepisy prawne regulujące funkcjonowanie crowdfundingu udziałowego w Polsce należy ocenić pozytywnie. Najistotniejszą zmianą jest zwiększenie limitów kampanii. Możliwość pozyskania kapitałów w wysokości do 5 mln euro z pewnością zachęci więcej spółek do skorzystania z tej formy finansowania przedsięwzięć gospodarczych. Z kolei inwestorzy zyskali większą ochronę na poziomie przeprowadzanych emisji (m.in. możliwość wycofania złożonej oferty zakupu akcji) i podlegania przez platformy crowdfundingowe nadzorowi UKNF. Niewątpliwie wadą wprowadzonych przepisów jest wyeliminowanie możliwości pozyskiwania kapitałów w drodze kampanii crowdfundingowych przez spółki oferujące udziały. Zwiększone limity inwestycyjne i możliwość sprzedaży i kupna akcji w ramach tabeli ofert z pewnością przełożą się na zwiększenie zainteresowania crowdfundingiem ze strony zarówno emitentów, jak i inwestorów.

Spis wykorzystanej literatury

Alhammad, M. M., AlOthman, R. i Tan, C. (2021). Review of Crowdfunding Regulations across Countries: A Systematic Review Study. *Journal of Information Systems Engineering and Management*, *6*(4), 1-13.

Bagińska, E. (2018). Crowdfunding (finansowanie społecznościowe) – aspekty cywilnoprawne. *Gdańskie Studia Prawnicze*, (39), 109-121.

Bartosiewicz, A. (2019). *Zasady opodatkowania finansowania społecznościowego* (stan prawny na 1 lutego 2019 r). *Biblioteka Przeglądu Podatkowego*. Wolters Kluwer.

Frańczuk, M. (2018). Instytucja crowdfundingu w świetle unijnych i polskich regulacji prawnych. W: A. Pluszyńska i A. Szopa (red.), *Crowdfunding w Polsce*. Wydawnictwo Uniwersytetu Jagiellońskiego.

Lazzaro, E. i Noonan, D. (2021). A Comparative Analysis of US and EU Regulatory Frameworks of Crowdfunding for the Cultural and Creative Industries. *International Journal of Cultural Policy*, *27*(5), 590-606.

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) z 7 października 2020 r. w sprawie europejskich dostawców usług finansowania społecznościowego dla przedsięwzięć gospodarczych oraz zmieniające rozporządzenie (UE) 2017/1129 i dyrektywa (UE) 2019/1937

Trzebiński, A. A. (2022). *Crowdfunding udziałowy 3.0. 2021* (2022). Związek Przedsiębiorstw Finansowych w Polsce.

Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi oraz ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzenia instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz. U. z 2005 r. Nr 184, poz. 1539)

Ustawa z dnia 18 lipca 2002 r. o świadczeniu usług drogą elektroniczną (Dz. U. z 2002 r. Nr 144, poz. 1204)

Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz. U. z 2005 r. Nr 183, poz. 1537)

Ustawa z dnia 10 maja 2018 r. o ochronie danych osobowych (Dz. U. z 2018 r., poz. 1000)

Ustawa z dnia 7 lipca 2022 r. o finansowaniu społecznościowym dla przedsięwzięć gospodarczych i pomocy kredytobiorcom (Dz. U. z 2022 r., poz. 1488)

3

Charakterystyka rynku equity crowdfundingu w Polsce

3.1

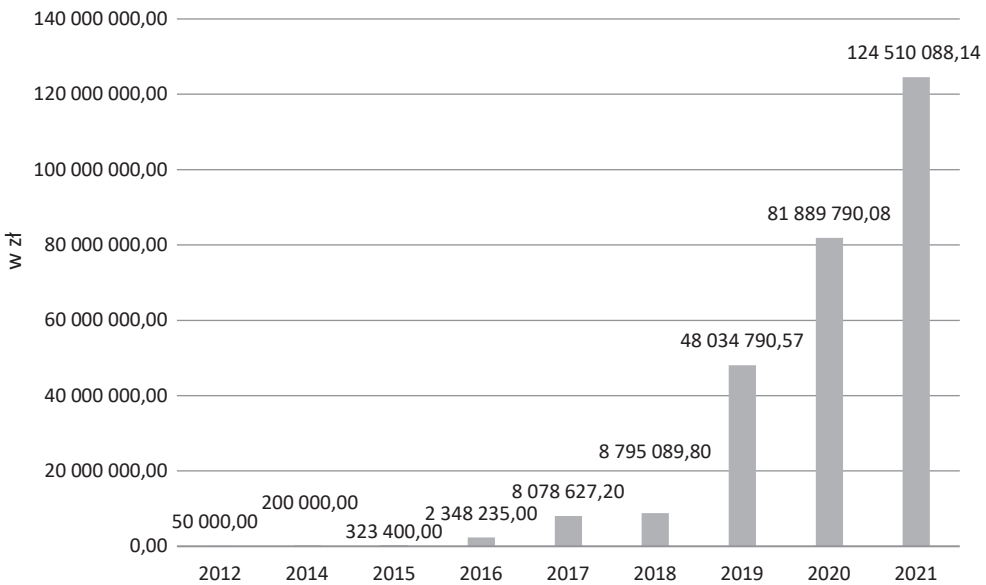
Charakterystyka platform equity crowdfundingu

Equity crowdfunding w Polsce pojawił się w 2012 roku – kilka lat później, niż zorganizowano pierwsze kampanie w Stanach Zjednoczonych. Szacuje się, że w pierwszym roku przeprowadzono jedną zbiórkę o wartości 50 tys. zł (Bellon, 2013). Przeszkodą w rozwoju tego źródła finansowania było niezrozumienie samego pojęcia equity crowdfundingu, jego istoty i roli, ale też niesprzyjające przepisy. Otóż do kwietnia 2018 roku maksymalna wartość takiej zbiórki mogła wynosić 100 tys. euro. Taka wartość sprawiała, że była to raczej ciekawostka na rynku finansowym niż realne źródło finansowania. Okres od 2012 do 2015 roku należy uznać za okres startowy i czas edukowania potencjalnych uczestników zbiórek chcących w ten sposób dywersyfikować swoje inwestycje. Dodatkowo można założyć, że znaczenie miała też chęć wzięcia udziału w pewnej innowacji. Późniejsze dwa lata (2015-2017) to dynamiczny okres rozwoju zbiórek. Wówczas wśród emitentów przeważały firmy, które miały stałe grono klientów, wręcz fanów, którym oferowano możliwość zostania współwłaścicielami biznesu, z którego produktów bądź usług korzystali. Nadal trudno mówić tutaj o inwestycyjnym charakterze tych zbiórek, ponieważ ich wartości wynoszące nieco powyżej 400 tys. zł nie są kwotami istotnymi z punktu widzenia rynku finansowego. Dopiero zmiana ustawy o ofercie publicznej w 2018 roku podnosząca maksymalny limit emisji do 1 mln euro spowodowała dynamiczny rozwój equity crowdfunding. Trudna sytuacja polskiego rynku kapitałowego powoduje, że potencjalne zdobycie ponad 4 mln zł kapitału własnego na rozwój staje się nie lada gratką dla wielu emitentów. Mimo że kwota zaczyna być już istotna, to nadal w wielu wypadkach mówi się tutaj o pewnej mieszance donacyjnego i inwestycyjnego charakteru crowdfundingu.

Jednak prawdziwy rozkwit tego źródła finansowania przypada na okres pandemii COVID-19, kiedy to ze względów bezpieczeństwa obywatele musieli pozostawać

w domu. Oprócz większej ilości czasu, który można było wykorzystać na zgłębianie wiedzy z zakresu crowdfundingu, na wzrost popularności inwestycji związanych z szeroko rozumianym rynkiem kapitałowym wpływ miały obniżki stóp procentowych, które wówczas spadły w okolice zera (Żuławiński, 2020). Ponadto jednym ze skutków wybuchu pandemii był dynamiczny rozwój spółek technologicznych, a w przypadku Polski szczególnie spółek gamingowych. To one zaczęły chętnie wykorzystywać equity crowdfunding do finansowania, inwestorzy zaś, widząc sukcesy spółek już notowanych na NewConnect, chcieli powtórzyć tego typu inwestycje. To wówczas zanotowano rekordy związane z tempem zamykania zbiórek equity crowdfundingu.

Zbiorcze dane dotyczące equity crowdfundingu jako źródła finansowania przedsiębiorstw w Polsce przedstawia rys. 3.1.



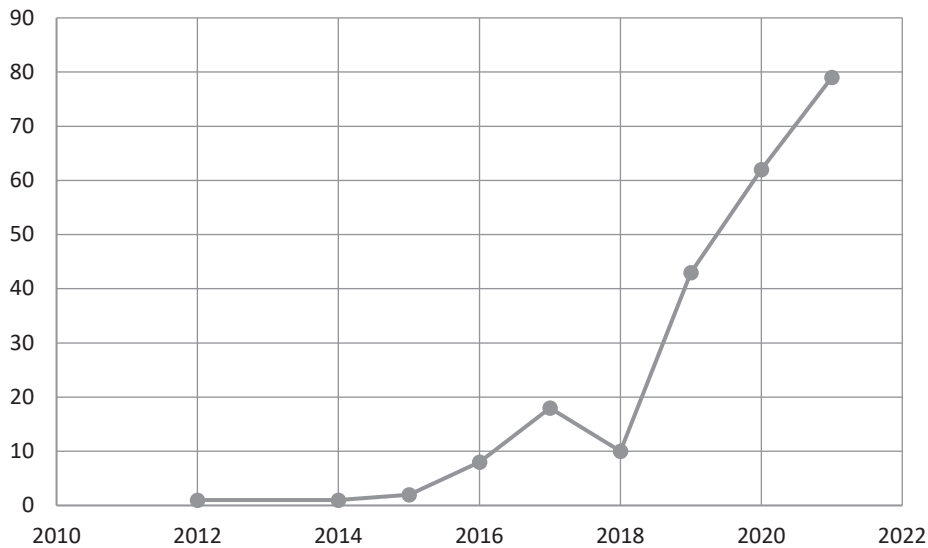
Rys. 3.1. Wartość kapitału zebranego w zbiórkach equity crowdfundingu w Polsce w latach 2012-2021

Źródło: opracowanie na podstawie danych z bazy (Internet 1, dostęp 20.06.2022).

Dane zaprezentowane na wykresie na rys. 3.1 wskazują, że w latach 2020-2021 udało się zebrać ponad 200 mln zł kapitału. Porównując te wartości pod względem dynamiki w stosunku do początków rynku equity crowdfundingu, można zauważyć dynamiczny jego rozwój. Warto zaznaczyć, że we wspomnianych kampaniach biorą udział jedynie inwestorzy indywidualni.

Warto też zwrócić uwagę na liczbę poszczególnych zbiórek we wspominanym okresie, ponieważ to pokaże również skalę zjawiska. Odnoszenie się bowiem jedynie

do wartości zebranego kapitału nie oddaje pełnego obrazu, ponieważ można byłoby jako przykład podać duże transakcje IPO, które to z kolei gromadziły tysiące inwestorów i miliardy złotych kapitału, który chcieli oni zainwestować. Natomiast w przypadku equity crowdfundingu trzeba zwrócić uwagę na liczbę przedsiębiorstw, które pozyskiwały wspomniane finansowanie. Dane te zawiera rys. 3.2.



Rys. 3.2. Liczba zbiórek equity crowdfundingu w Polsce w latach 2012-2021

Źródło: opracowanie na podstawie danych z bazy (Internet 1, dostęp 20.06.2022).

Na podstawie danych zawartych na wykresie na rys. 3.2 można zauważyć, że od początku rozwoju equity crowdfundingu w Polsce przeprowadzono 224 zbiórki. Dynamiczny wzrost liczby zbiórek nastąpił w 2019 roku – odbyły się wtedy 43 zbiórki, podczas gdy rok wcześniej było ich zaledwie 10. Miało to związek, o czym już wspominano, ze zmianami regulacyjnymi, które spowodowały, że na rynku pojawiły się nowe platformy crowdfundingowe stymulujące rozwój tego źródła finansowania. Ponadto szczególnie w okresie pandemii inwestorzy chętnie brali udział w zbiórkach.

Nie sposób analizować rynku crowdfundingu z pominięciem kluczowych jego uczestników. W samych zbiórkach występują trzy strony transakcji:

- emitent, czyli firma, która potrzebuje finansowania i potrafi przekonać do swojej wizji inwestorów,
- inwestorzy, czyli osoby, które chcą wziąć udział w zbiórce, a ich głównym motywem powinna być chęć zarobienia. Praktyka pokazuje, że istotne znaczenie mają też względy psychologiczne (co szerzej zostało omówione w dalszych częściach niniejszej książki),

- platforma crowdfundingowa, czyli organizator całego przedsięwzięcia łączący inwestorów z emitentami.

Warto skupić się właśnie na wspomnianym trzecim uczestniku całego procesu. Z założenia equity crowdfunding ma być przyjazną formą inwestowania, która jest szeroko dostępna, a barier wejścia do takiej inwestycji jest niewiele. Ma to związek z wykorzystaniem technologii i dobrodziejstw gospodarki cyfrowej, które sprawiają, że udział w takiej emisji dla inwestorów ma być dosłownie „za pomocą kilku kliknięć". O ile kwestie techniczne raczej nie różnią od siebie poszczególnych platform na rynku polskim, o tyle różni je podejście do całego procesu. Zaspokajając oczekiwania inwestorów, platforma musi umożliwić łatwy sposób dokonywania inwestycji i to na niej spoczywa obowiązek doboru emitentów. Na polskim rynku w analizowanym okresie obowiązywały w tej kwestii różne podejścia. Mogło ono być z jednej strony skrajne – platforma wpuszczała każdego emitenta, nie zwracając uwagi na parametry emisji, ponieważ uważała, że jest tylko pośrednikiem technicznym. Innym rodzajem było podejście konserwatywne dotyczące platform skupionych wokół domów maklerskich, które podlegają pełnej kontroli KNF-u. Wówczas miały one ściśle określone procedury doboru emitentów i warunków, jakie muszą oni spełniać, aby znaleźć się na platformie.

Analizując polski rynek equity crowdfundingu, charakterystykę platform należy zacząć od pioniera tego rynku, czyli Beesfund. Platforma ta została założona w 2012 roku przez Arkadiusza Regieca, który jako student poszukiwał finansowania rozwoju swojego biznesu. Jak można przeczytać na stronie internetowej Beesfundu[1], projekt powstał z inspiracji amerykańskim Kickstarterem – był to wzorzec, który posłużył do rozwoju projektu.

Platforma Beesfund została uruchomiona 13 sierpnia 2012 roku pod hasłem „Pomagamy realizować dobre pomysły". Pierwszego dnia w trzech z czterech zamieszczonych projektów pojawiły się pierwsze wpłaty, a po południu ich suma przekroczyła pierwszy tysiąc złotych. Najwięcej środków, od siedmiu osób, i 1,4% celu pozyskał projekt, w którym społeczność mogła zainwestować w samą spółkę Beesfund, wycenioną na 1 milion złotych. Jak zauważał jej twórca, celem platformy miało być zagospodarowanie rynkowej niszy i wypełnienie luki kapitałowej dla małych firm chcących pozyskiwać finansowanie udziałowe, a jednocześnie wartość tego finansowania była za mała, aby myśleć o debiucie na rynku NewConnect (Król, 2012).

W październiku 2012 roku cel finansowy własnej kampanii – 50 tysięcy złotych – platforma osiągnęła dzięki 69 inwestorom. W pakietach 10 akcji – po 100 złotych każda – sprzedano 5000 akcji, stanowiących 5% ogółu akcji spółki. Większość wpłat nie przekroczyła 100 złotych. Pierwsze lata działalności Beesfundu to głównie edukacja rynku na temat tego, czym jest crowdfunding, oraz przekonywanie, że można pozyskiwać finansowanie udziałowe w emisjach publicznych bez konieczności zatwier-

[1] (Internet 2, dostęp 20.04.2023).

dzania prospektu emisyjnego. Była to wówczas absolutna nowość na polskim rynku. Beesfund podobnie jak inne platformy zaczął zyskiwać popularność wraz z podniesieniem limitów zbiórek equity crowdfundingowego. Należy jednak podkreślić, że był to pionier tego rynku, który zaczął promować samą ideę finansowania, angażując się m.in. w powstanie Polskiego Towarzystwa Crowdfundingowego (Szewczyk, 2012).

Nowy rynek wzbudził zainteresowanie u potencjalnych konkurentów, którzy widząc rozwój Beesfunda, postanowili zaoferować podobną usługę. W 2017 roku pojawił się nowy gracz, jakim jest platforma FindFunds[2] Jest to platforma crowdfundingu udziałowego, oferująca każdemu możliwość prostego i szybkiego inwestowania w dynamicznie rozwijające się spółki. Inwestorom poszukującym okazji inwestycyjnych oferuje możliwość prostego i łatwego inwestowania w ciekawe i innowacyjne start-upy – można tego dokonać w ciągu kilku minut za pośrednictwem Internetu. Ponadto platforma zapewnia dostęp do zweryfikowanych spółek, będących na wczesnym etapie rozwoju, dających inwestorom w przyszłości szansę na wyjście z inwestycji z dużym zyskiem. Z kolei start-upom pozwala w pełni profesjonalnie zaprezentować swoją spółkę, dla której poszukują finansowania, oraz zweryfikować swój dotychczasowy biznes. Kampania crowdfundingowa stanowi również idealne uzupełnienie działań PR-owych prowadzonych przez spółki. Władze platformy wskazują, że w trakcie nabywania udziałów zapewniają inwestorom najwyższe bezpieczeństwo. Rolą platformy jest też przejęcie na siebie wszystkich formalności związanych z procesem inwestycyjnym, a jednocześnie pozwolenie start-upom skupić się na rozwoju biznesu i generowaniu zysków. Celem platformy jest aktywne wspieranie i propagowanie tego modelu finansowania, w szczególności wśród start-upów w fazie *early-stage*, dostarczając tym samym inwestorom ciekawych okazji inwestycyjnych o dużym potencjale wzrostu.

W 2019 roku pierwsze zbiórki zaczął organizować kolejny podmiot, jakim jest Crowdway, który to dzięki dynamicznemu rozwojowi w późniejszych latach został największą platformą equity crowdfundingu. Crowdway to jedna z największych internetowych platform crowdfundingu inwestycyjnego w Polsce. Jak można przeczytać na stronie internetowej, platforma promuje kampanie crowdfundingu udziałowego spółek szybkiego wzrostu i start-upów z wielu różnych branż. Ponadto Crowdway jest laureatem konkursu Złote Spinacze 2020 w kategorii „PR finansowy i relacje inwestorskie" – nagrodę przyznano za emisję dla spółek Janusza Palikota. Za działania dla Kombinatu Konopnego został nagrodzony Srebrnym Spinaczem w tej samej kategorii podczas gali Złote Spinacze 2021[3]. Władze platformy zwracają uwagę na indywidualne podejście do prowadzonych zbiórek oraz zaangażowanie zespołu ekspertów z wielu branż, dzięki czemu możliwe jest osiąganie założonych celów zbiórek.

Sytuacja na rynku platform crowdfundingowych zaczęła się zmieniać w 2019 roku, kiedy to Komisja Nadzoru Finansowego zaprezentowała swoje stanowisko

[2] (Internet 5, dostęp 20.04.2023).
[3] (Internet 4, dostęp 20.04.2023).

(Rosik, 2019), zgodnie z którym platformy oferują akcje, zatem świadczą usługi maklerskie, co w konsekwencji wymusza na nich posiadanie licencji domu maklerskiego. Zmiany w prawie zostały opisane w poprzednim rozdziale. Takie stanowisko powodowało wymóg, by dom maklerski prowadził platformę. Rzeczywiście tak się stało w przypadku Domu Maklerskiego INC, który uruchomił platformę CrowdConnect. Jak można przeczytać na stronie internetowej platformy, jej twórcy nieco inaczej podeszli do kwestii doboru emitentów. Warto przytoczyć słowa Pawła Śliwińskiego, prezesa Domu Maklerskiego INC:

„Dotychczas z finansowania społecznościowego korzystały głównie start-upy, a więc firmy będące na początku swojej drogi. My postanowiliśmy umożliwić wykorzystanie potencjału społeczności w pozyskiwaniu kapitału spółkom, które już aktywnie działają na rynku, mają swoją historię, odnoszą sukcesy i planują dalszy rozwój. Stawiając na crowdinvesting jednocześnie działamy z myślą o inwestorach, dla których digitalizacja całego procesu emisji i zapisu jest znacznym ułatwieniem dostępu do IPO"[4].

Kluczowa zmiana dotyczy zatem fazy rozwoju emitenta i potraktowania equity crowdfundingu jako narzędzia do prowadzenia ofert pre-IPO, później emitenci debiutują na rynku NewConnect. Dzięki temu wyeliminowano problem polegający na braku możliwości dezinwestycji. Jest ona bowiem możliwa po wejściu na rynek giełdowy. Na stronie każdej emisji prezentowanej na CrowdConnect znajduje się orientacyjna data debiutu. Obecność emitentów na CrowdConnect równoznaczna jest z wcześniejszym podpisaniem umowy z grupą kapitałową INC w zakresie pełnienia funkcji autoryzowanego doradcy na potrzeby wprowadzenia akcji do obrotu na rynku NewConnect. W związku z tym, że platforma działa w ramach domu maklerskiego, który jest oferującym, to sporządza on wycenę takiego podmiotu przy udziale profesjonalnych pracowników. To w założeniu ma ograniczać ryzyko inwestorów. Warto zauważyć, że w styczniu 2020 roku Dom Maklerski INC uzyskał tytuł Partner Crowdfundingowy GPW. Tytuł został przyznany przez giełdę dzięki promowaniu założenia o konieczności debiutu na zorganizowanym rynku obrotu GPW, jakim jest NewConnect.

Pod koniec 2020 roku swój start ogłosiła druga platforma działająca w grupie kapitałowej z domem maklerskim – Navigator Crowd. Nie działa ona jednak bezpośrednio w ramach domu maklerskiego, korzysta jedynie z doświadczeń całej grupy Navigator. Jak można przeczytać na stronie internetowej[5], jest to platforma umożliwiająca potencjalnym inwestorom zapoznanie się w łatwy i przystępny sposób z ofertami publicznymi spółek na etapie pre-IPO. Na platformie prezentowane są informacje o ofertach publicznych spółek, które docelowo mają w planie wejście na rynek NewConnect lub Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie w okresie od roku do 3 lat. Platforma przedstawia jedynie zagregowane i skrócone informacje o trwających lub

[4] (Internet 4, dostęp 20.04.2023).
[5] (Internet 7, dostęp 20.04.2023).

zbliżających się ofertach publicznych na zasadzie „słupa ogłoszeniowego" oraz przekierowuje do właściwych stron emitenta ze szczegółowymi informacjami. Na platformie najchętniej widziani są emitenci związani z nowymi technologiami oraz spółki gamingowe lub spółki produkcyjne. Platforma Navigator Crowd, przed zamieszczeniem informacji o kampanii danej spółki, dokonuje głębokiej analizy i selekcji spółek pod kątem ich potencjału wzrostowego i rzeczywistych szans zadebiutowania na rynku publicznym w przewidywalnej i krótkiej perspektywie czasu. Platforma, aby zapewnić inwestorom przejrzystość działań podejmowanych przez spółkę w celu zrealizowania planowego wejścia na rynek NewConnect, umożliwia emitentom prowadzenie relacji inwestorskich oraz raportowanie inwestorom istotnych dla nich informacji za pośrednictwem systemu informatycznego platformy. Navigator Crowd jest częścią Grupy Navigator, świadczącej kompleksowe usługi w obszarze bankowości inwestycyjnej oraz doradztwa biznesowego. Grupa wspiera spółki w pozyskiwaniu kapitału poprzez emisje akcji i obligacji na rynku prywatnym i publicznym oraz w debiucie na rynku publicznym NewConnect oraz GPW.

Opisując platformy crowdfundingowe, warto też spojrzeć na platformę Emiteo, która zadebiutowała na rynku w 2021 roku. Platforma ta koncentruje się na zbiórkach dla spółek, które mają spore grono swoich klientów czy też wręcz fanów. Jest to oczywiście equity crowdfunding, ale można zauważyć, że ma on cechy crowdfundingu donacyjnego czy też nagrodowego. Wystarczy bowiem wspomnieć o zbiórce klubu sportowego KTS Weszło (Kowalski, 2021).

Innym ciekawym uczestnikiem rynku equity crowdfundingu jest jedyny zagraniczny podmiot z polskojęzyczną wersją swojej strony, czyli platforma FundedByMe. Jest to platforma crowdfundingowa z siedzibą w Sztokholmie w Szwecji. Firma działa w Skandynawii z joint venture w Finlandii, Polsce, Malezji, Holandii, Singapurze i Zjednoczonych Emiratach Arabskich (w Dubai International Financial Center – DIFC[6]). Językiem podstawowym FundedByMe jest angielski, ale użytkownicy mogą wyświetlać swoje projekty w dowolnym obsługiwanym języku. Firma została założona w marcu 2011 roku przez Arno Smita i Daniela Daboczego. We wrześniu 2012 roku firma zdecydowała się skoncentrować swoją podstawową działalność na crowdfundingu kapitałowym, rezygnując ze swojego pierwotnego podejścia z portalem crowdfundingowym opartym na darowiznach i pożyczkach.

Kolejna platforma, która zadebiutowała na rynku w 2021 roku, to StockAmbit, skupiona wokół ekosystemu sart-upów spółki TenderHut. Do tej pory przeprowadziła dwie zbiórki dla spółek z tej grupy. Na stronie internetowej platformy można znaleźć informacje, iż intensywnie przygotowuje się ona do uzyskania zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego na świadczenie usług crowdfundingu udziałowego[7].

---

[6] (Internet 6, dostęp 28.06.2022).

[7] (Internet 10, dostęp 28.06.2022).

Poza przygotowaniami formalnymi, StockAmbit pracuje również nad kampanią marketingową, której celem będzie propagowanie idei kampanii crowdfundingowych wśród polskiego biznesu i inwestorów. Platforma zapowiada działania zmierzające do pozyskania nowych inwestorów, a także chętnych firm, które planują pozyskać kapitał drogą crowdfundingu udziałowego.

Na koniec przeglądu platform z polskiego rynku warto wspomnieć o dwóch projektach. Pierwszy to platforma SmartFunds skupiona wokół twórców największego serwisu dla inwestorów giełdowych Strefa Inwestorów. Platforma jest o tyle ciekawa, że jako jedyna umożliwia pozyskanie finansowania dla spółek z ograniczoną odpowiedzialnością. Cały proces wygląda w ten sposób, że inwestor wybiera interesujący go projekt i wpłaca środki na rachunek SmartFunds, docelowo stając się jednym z udziałowców. Platforma, wykorzystując zebrany od inwestorów kapitał, inwestuje w spółkę z ograniczoną odpowiedzialnością jako pojedynczy podmiot, reprezentując społeczność. Spółka, po przeprowadzeniu *due dilligence*, otrzymuje kapitał, a wśród udziałowców ma jednego wspólnika – SmartFunds, który jest powiernikiem inwestorów. Inwestorzy z kolei otrzymują jednostki udziałowe[8].

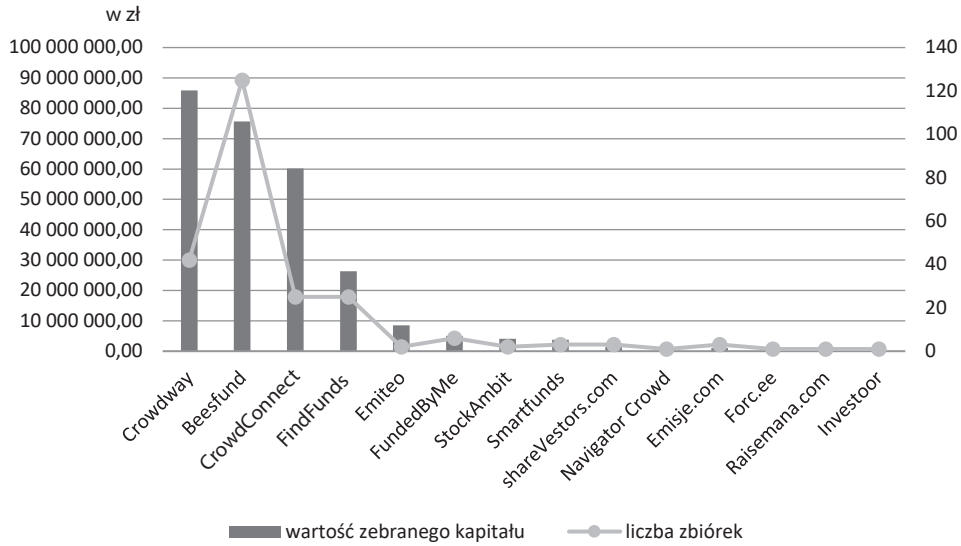
Drugi projekt to kolejna platforma z grupy INC, czyli Raisemana. Raisemana to platforma crowdfundingowa, za pomocą której start-upy, studia gamingowe, filmowe oraz niezależni twórcy mogą pozyskać finansowanie na produkcję konkretnych projektów. Wspierając wybrany cel, uczestnik może otrzymać bonusy oraz określony udział w przychodach netto ze sprzedaży[9].

Powyższy opis platform jest aktualny na koniec czerwca 2022 roku. Wraz z wprowadzeniem licencji na prowadzenie platform, co zostało opisane w poprzednim rozdziale, należy spodziewać się, że dojdzie do przetasowań na rynku, ponieważ nie każda platforma wystąpi i uzyska licencję. Biorąc pod uwagę obecny stan, warto spojrzeć na strukturę rynku w latach 2012-2021, gdzie można zauważyć, kto był liderem rynku w pozyskiwaniu kapitału z equity crowdfundingu (por. rys. 3.3).

Od pierwszej kampanii equity crowdfundingu do końca 2021 roku najwięcej kapitału (88 mln zł) zebrał Crowdway. W dalszej części rozdziału zostanie przeprowadzona analiza tego, jakie projekty sprawiły, że został on liderem. Na drugim miejscu pod względem wartości kapitału uplasował się Beesfund, czyli pionier polskiego rynku, a trzecie miejsce zajęła platforma CrowdConnect, która dynamiczną działalność rozpoczęła dopiero w 2020 roku. Kolejne miejsce należy do FindFunds i FundedByMe. Jeżeli chodzi o liczbę transakcji, to liderem jest Beesfund, co wynika z tego, że operował jeszcze w latach, gdy limit zbiórek wynosił 100 tys. euro, co z kolei powodowało, że prowadził sporo projektów.

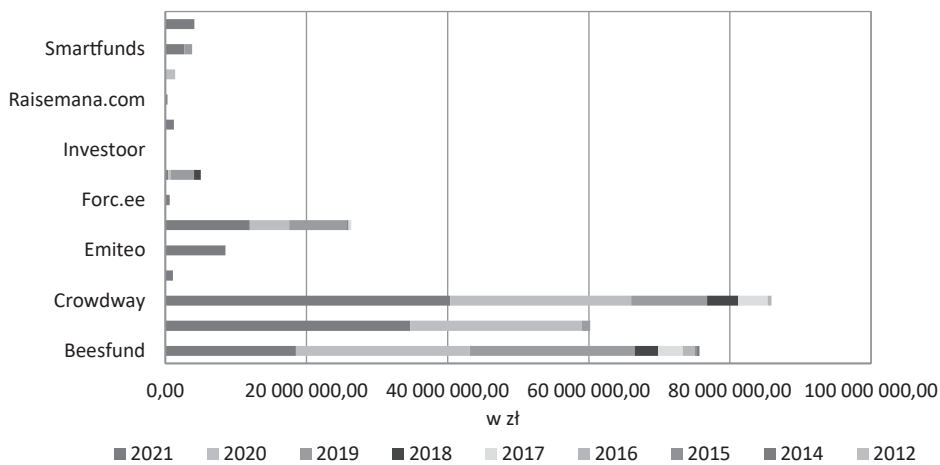
Dane przedstawione na rys. 3.4 dotyczące wartości zebranego kapitału, 4 w podziale na poszczególne lata, wskazują wyraźnie, że dynamiczny rozwój equity crowd-

[8] (Internet 9, dostęp 28.06.2022).
[9] (Internet 8, dostęp 28.06.2022).



Rys. 3.3. Wartość kapitału zebranego przez platformy crowdfundingowe w Polsce w latach 2012-2021

Źródło: opracowanie na podstawie danych z bazy (Internet 1, dostęp 20.06.2022).



Rys. 3.4. Wartość (w podziale na poszczególne lata funkcjonowania) kapitału, który został zebrany przez platformy crowdfundingowe w Polsce w latach 2012-2021

Źródło: opracowanie na podstawie danych z bazy (Internet 1, dostęp 20.06.2022).

fundingu w Polsce przypadł lata 2020-2021, kiedy to liderzy tego rynku – Crowdway, Beesfund i CrowdConnect – pozyskiwali najwięcej kapitału. W 2021 roku istotne zbiórki przeprowadzali też StockAmbiut, Smartfunds, FindFunds czy Emiteo.

3.2
Struktura rynku crowdfundingu udziałowego

Analizę rynku equity crwodfundingu warto rozpocząć od pokazania skali poszczególnych kampanii. W poprzednim podrozdziale wspomniano, że wszystkim platformom funkcjonującym w Polsce w latach 2012-2021 udało się łącznie zebrać ponad 200 mln zł kapitału. Dane dotyczące największych zbiórek zawiera tab. 3.1.

Tabela 3.1. Lista 10 największych zbiórek equity crowdfundingu w Polsce (lata 2012-2021)

Nazwa emitenta	Rok	Platforma	Kwota (w zł)
Star Space	2021	CrowdConnect	4 550 000
Kombinat Konopny	2021	Crowdway	4 500 000
KTS Weszło	2021	Emiteo	4 500 000
Alembik Polska	2021	Crowdway	4 499 979
Tenczyńska Okovita	2021	Crowdway	4 436 158
CanPoland	2021	Crowdway	4 400 000
United Label	2021	CrowdConnect	4 400 000
Mazurska Manufaktura Alkoholi	2020	CrowdConnect	4 375 000
Wolf and Oak Distillery	2020	Beesfund	4 202 820
Kombinat Konopny	2020	Crowdway	4 200 000

Źródło: opracowanie na podstawie danych z bazy (Internet 1, dostęp 20.06.2022).

Zbiórkę o największej wartości przeprowadziła spółka Star Space na platformie CrowdConnect. W kolejnym podrozdziale zostaną zaprezentowane dane dotyczące podziału na branże emitentów, którzy przeprowadzali zbiórki equity crowdfundingowe, ale już teraz można zauważyć kilka trendów. Zgodnie z tym, o czym wspomniano wcześniej w niniejszej monografii, kluczowe dla rozwoju crowdfundingu było zwiększenie limitu zbiórek. Ponadto wszystkie rekordowe zbiórki zostały przeprowadzone w latach 2020-2021, kiedy to zainteresowanie inwestycjami tego typu było najwyższe. Oczywiście wartości zbiórek zależą od kursu euro; wraz z osłabieniem polskiego złotego rośnie nominalny limit. Wreszcie warto zauważyć, że absolutnym liderem pod względem zbiórek wykorzystujących maksymalne limity jest platforma Crowdway.

Skoro przedstawiono zbiórki z największą wartością, to należy spojrzeć też na te z najmniejszą wartością, które doszły do skutku. Ich mała wartość często wynika z tego, że nie było limitów minimalnych i każda kwota była akceptowana. Dane te zawiera tab. 3.2.

Najmniejsze zbiórki gromadzą kilkanaście tysięcy złotych kapitału, co należy uznać za kwoty symboliczne. Firmy powinny ogłaszać minimalny, realny i sensowny

próg, kiedy to zbiórka dochodzi do skutku. W przeciwnym razie są to symboliczne kwoty, które *de facto* wprowadzają inwestorów w błąd, ponieważ nie można zrealizować żadnych celów zaprezentowanych w zbiórce. Minimalne wartości w swoich zbiórkach gromadził pionier rynku, czyli platforma Beesfund, i to wcale nie w okresie, kiedy to limit na zbiórkę wynosił wspomniane wielokrotnie 100 tys. euro.

Tabela 3.2. Lista 10 najmniejszych zbiórek equity crowdfundingu w Polsce (od roku 2012 do kwietnia 2021)

Nazwa emitenta	Rok	Platforma	Kwota (w zł)
RA	2020	Beesfund	18 800
AletraVita	2021	Investoor	18 240
Harbour Restaurants Group	2016	Beesfund	16 680
Ere Inwestycje	2021	Beesfund	16 204
100-sio synergia	2021	Beesfund	15 848
Polski Eko Chmiel	2019	Beesfund	14 940
Washplanet	2020	Beesfund	13 449
Deli2	2022	Beesfund	12 278
SCFO	2019	Beesfund	7 293
Buckshee PL	2017	Beesfund	6 520

Źródło: opracowanie na podstawie danych z bazy (Internet 1, dostęp 20.06.2022).

Oceniając poszczególne zbiórki można też przeanalizować, jak spółki radzą sobie z założonym celem. Niektórzy emitenci określają cel zbiórki, ale pozwalają zebrać większą kwotę środków. Dane na ten temat zawiera tab. 3.3.

Tabela 3.3. Lista 10 zbiórek equity crowdfundingu w Polsce z przekroczoną wartością celu (od roku 2012 do kwietnia 2022)

Nazwa emitenta	Rok	Platforma	Procent celu
Scabrosus	2017	FindFunds	385
Squibly Interactive	2022	FindFunds	233
Red Dev Studio	2017	FindFunds	217
Kubota	2021	CrowdConnect	200
No Gravity Development	2020	FindFunds	199
Doctor Brew	2018	Crowdway	162
Allcool.pl	2014	Crowdangels	154
Atomic Jelly	2019	FindFunds	148
Titanite Games	2020	FindFunds	134
No Gravity Development	2019	FindFunds	133

Źródło: opracowanie na podstawie danych z bazy (Internet 1, dostęp 20.06.2022).

Takie podejście jest charakterystyczne dla platformy FindFunds, na której najczęściej występuje sytuacja, gdy w zbiórkach wartość celu emisji jest przekraczana. Może to być wskazówka dla inwestorów, że dana kampania cieszy się dużym zainteresowaniem.

W kontekście zainteresowania daną kampanią warto spojrzeć na liczbę inwestorów biorących udział w poszczególnych kampaniach. Dane te zawiera tab. 3.4.

Tabela 3.4. Lista 10 zbiórek equity crowdfundingu w Polsce z największą liczbą inwestorów (od roku 2012 do kwietnia 2022)

Nazwa emitenta	Rok	Platforma	Liczba inwestorów
Wisła Kraków	2019	Beesfund	9125
Wisła Kraków	2020	Beesfund	8888
Browar Jastrzębie	2019	Beesfund	4342
KTS Weszło	2021	Emiteo	3471
Browar Wrężel	2020	Beesfund	2515
Gaming Tech Esports Media	2020	Beesfund	2398
Wolf and Oak Distillery	2020	Beesfund	1482
Teńczyńska Okowita	2019	Crowdway	1339
Pinta Barrell Brewing	2019	Crowdway	1329
Runmageddon	2019	Beesfund	1281

Źródło: opracowanie na podstawie danych z bazy (Internet 1, dostęp 20.06.2022).

W tym wypadku najwięcej inwestorów gromadziły projekty skupione wokół dużych społeczności klientów. Mowa tutaj bowiem o klubach piłkarskich, browarach czy producentach alkoholi. Wisła Kraków zgromadziła w dwóch zbiórkach ponad 18 tys. inwestorów. Oczywiście zasadne pytanie, jakie należy postawić, to: czy rzeczywiście można mówić tutaj o inwestorach chcących zarobić na tego typu projektach, czy jednak o fanach, którzy chcą pomóc swojemu klubowi. Wydaje się, że w takim przypadku można mówić o mieszance equity crowdfundingu i jego donacyjnego charakteru. Z danych jasno wynika, że największe społeczności potrafią gromadzić projekty oferowane na platformie Beesfund czy Crowdway.

W tabeli 3.5 zaprezentowano zbiórki z najmniejszą liczbą zainteresowanych inwestorów. Dane tam zaprezentowane wskazują, że na polskim rynku mają miejsce zbiórki, w których bierze udział niewielka liczba inwestorów. Oczywiście takie zbiórki kończą się niepowodzeniem.

Charakteryzując equity crowdfunding, zwraca się uwagę, że jest on przeznaczony głównie dla firm na wczesnym etapie rozwoju. Jednak kiedy się spojrzy na dane dotyczące wyceny przedsiębiorstwa w momencie rozpoczynania zbiórki prezentowane w tab. 3.6, nie do końca można zgadzać się z tym stereotypowym stwierdzeniem.

Tabela 3.5. Lista zbiórek equity crowdfundingu w Polsce z najmniejszą liczbą inwestorów (od roku 2012 do kwietnia 2022)

Nazwa emitenta	Rok	Platforma	Liczba inwestorów
Canna Boats	2021	FundedByMe	11
No Gravity Development	2019	FindFunds	10
Spelalarena	2022	FindFunds	9
Nieruchomość1	2020	shareVestors.com	4
Turtle Team	2017	FindFunds	3
AletraVita	2021	Investoor	3
Akardo	2015	Crowdcube	2
WeirdFish	2021	Navigator Crowd	1
Cypher Lynx	2022	FindFunds	1

Źródło: opracowanie na podstawie danych z bazy (Internet 1, dostęp 20.06.2022).

Tabela 3.6. Lista 10 emitentów equity crowdfundingu w Polsce z najwyższą wyceną spółki (lata 2012-2021)

Nazwa emitenta	Rok	Platforma	Wycena (dane w mln zł)
Render Cube	2021	CrowdConnect	156,0
WeirdFish	2021	Navigator Crowd	122,0
Coffeedesk	2021	Crowdway	111,0
Runmageddon	2019	Beesfund	83,2
Wisła Kraków	2020	Beesfund	82,5
Netsu	2021	Crowdway	80,2
Kombinat Konopny	2021	Crowdway	80,0
Wisła Kraków	2019	Beesfund	78,2
Farmy Fotowoltaiki	2021	Crowdway	75,3
Alembik Polska	2021	Crowdway	72,4

Źródło: opracowanie na podstawie danych z bazy (Internet 1, dostęp 20.06.2022).

Okazuje się bowiem, że z equity crowdfundingu korzystały firmy, które mają wyceny na poziomie kilkudziesięciu milionów złotych, a w trzech przypadkach wycena jest powyżej 100 mln zł. Warto też zauważyć, że zbiórki przy najwyższych wycenach prowadziły platformy CrowdConnect i Navigator Crowd, które wskazują, że ich emitenci zmierzają na rynek NewConnect, co – jak wspomniano – ma charakter *de facto* pre-IPO.

Najmniejsze wyceny były oferowane w zbiórkach jeszcze przy starych limitach, co rzeczywiście może wskazywać, że inwestorzy mają do czynienia z małymi firmami. Dane te zawiera tab. 3.7. Można w niej zauważyć, że najmniejsze zbiórki dotyczyły

nawet firm, których wartość była poniżej 1 mln zł. Oczywiście w przypadku zarówno największych, jak i najmniejszych wycen istotne jest też to, w jaki sposób jest uzasadniana wycena danego emitenta. Procedury zweryfikowane przez KNF ma jedynie CrowdConnect, który działa w ramach domu maklerskiego. Ta sytuacja ulegnie zmianie, gdy platformy crowdfundingowe będą musiały pozyskać licencję.

Tabela 3.7. Lista 10 emitentów equity crowdfundingu w Polsce z najmniejszą wyceną spółki (lata 2012-2021)

Nazwa emitenta	Rok	Platforma	Wycena (dane w mln zł)
Allcool.pl	2014	Crowdangels	0,250
Inne beczki	2016	Beesfund	0,325
Scabrosus	2017	FindFunds	1,219
Nightclub Manager: Violet Vibe	2021	Raisemana.com	1,500
Pora na Pola	2019	Beesfund	1,695
KWG Superfood	2016	Beesfund	1,905
Akardo	2015	Crowdcube	2,000
DrBarbara	2016	Crowdway	2,127
Alkoholowe	2021	Beesfund	2,200
Harbour Restaurants Group	2016	Beesfund	2,400

Źródło: opracowanie na podstawie danych z bazy (Internet 1, dostęp 20.06.2022).

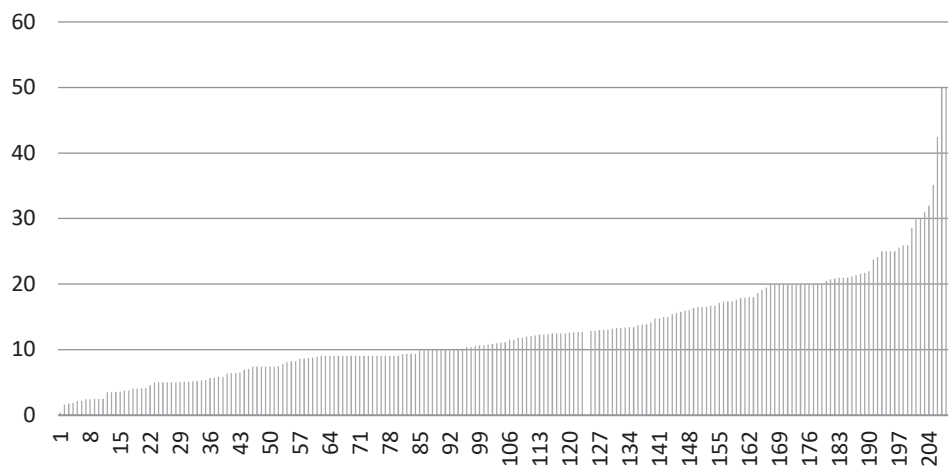
Tabela 3.8. Lista 10 emitentów equity crowdfundingu w Polsce z największym oferowanym udziałem w kapitale spółki (lata 2012-2021)

Nazwa emitenta	Rok	Platforma	Oferowany udział w kapitale spółki (w %)
Król Dopalaczy	2021	Crowdway	50
Film Rój	2020	Crowdway	50
Pora na Pola	2019	Beesfund	42,48
Browar Jastrzębie	2019	Beesfund	35,15
IronResorts	2021	Emiteo	32
Alkoholowe	2021	Beesfund	31,03
Browar Wrężel	2020	Beesfund	30
VR Games	2018	Beesfund	30
Elfland	2021	Beesfund	28,57
Śląska Prohibicja	2020	Beesfund	25,92

Źródło: opracowanie na podstawie danych z bazy (Internet 1, dostęp 20.06.2022).

Podsumowując kwestie wycen, warto zwrócić uwagę również na procent firmy, jaki jest oferowany w zbiórkach. Dane wskazujące jego najwyższe wartości zawiera tab. 3.8. Warto też spojrzeć na rozkład w przypadku wszystkich zbiorek.

Dwie firmy prowadzące zbiórki oferowały połowę udziału w kapitale zakładowym, mogło to mieć zatem duże konsekwencje wynikające z praw korporacyjnych w związku z akcjami posiadanymi przez nowych inwestorów. Jeżeli jednak spojrzy się na całą populację przebadanych spółek, która liczy 208 obserwacji, gdzie są dane dotyczące tego, ile procent głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy będą mieli nowi inwestorzy, to widać wyraźnie, że dominuje wartość poniżej 20% głosów. Dane te przedstawia wykres na rys. 3.5.



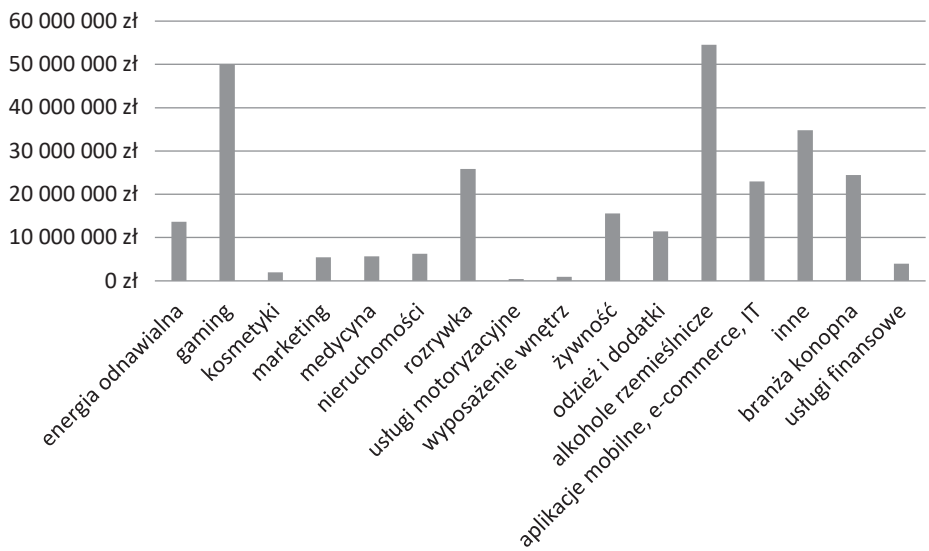
Rys. 3.5. Rozkład oferowanego udziału w kapitale spółki w prowadzonych kampaniach equity crowdfundingu (lata 2012-2021)

Źródło: opracowanie na podstawie danych z bazy (Internet 1, dostęp 20.06.2022).

Na podstawie danych zawartych na rys. 3.5 można zauważyć, że dla nowych inwestorów w zbiórkach equity crowdfundingu oferowany jest stosunkowo mały udział (około 20-procentowy i poniżej) w kapitale zakładowym. Może to oznaczać, że jest to jedna z pierwszych dróg pozyskania kapitału i konieczne będą kolejne, właściciele nie chcą zatem dopuścić do nadmiernego „rozwodnienia" struktury akcjonariatu na początkowym etapie.

3.3
Branżowa specyfika emitentów i sposobów wyjścia z inwestycji

Prowadzenie zbiórek equity crowdfundingu wymaga odpowiedniego zachęcenia inwestorów. Czynników sukcesu takiego procesu jest na pewno wiele, ale jednym z istotniejszych jest to, z jakiej branży pochodzi spółka. Może to bowiem w ostateczności warunkować powodzenie całego procesu. Na rynkach występują swego rodzaju „mody" na branże wśród inwestorów i wtedy spółki reprezentujące wspomniane branże chętniej pozyskują kapitał. Charakteryzując ogólnie branże, można zauważyć pewne tendencje wśród dominujących projektów. Otóż największym zainteresowaniem cieszą się projekty z branż, gdzie występuje duże grono wiernych i potencjalnych klientów. Dane dotyczące wartości zebranego kapitału w poszczególnych branżach przedstawia rys. 3.6.



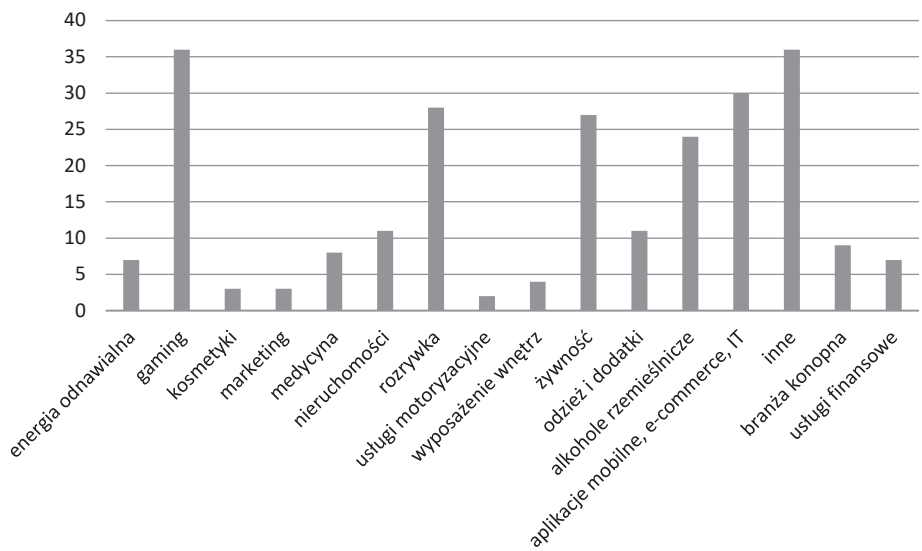
Rys. 3.6. Wartość zebranego kapitału przez spółki w projektach equity crowdfundingu według branż (lata 2012-2021)

Źródło: opracowanie na podstawie danych z bazy (Internet 1, dostęp 20.06.2022).

Z analizy danych wynika, iż dwie główne branże cieszące się największym zainteresowaniem to alkohole rzemieślnicze oraz gaming. Najwięcej środków udało się pozyskać spółkom z branży alkoholi rzemieślniczych – chodzi tutaj głównie o browary, ale też producentów alkoholi wysokoprocentowych. Tak jak wspomniano, mają oni dostęp do swoich klientów/fanów, którzy też zostawali inwestorami. Druga branża to gaming.

Można to tłumaczyć ogromnym wzrostem zainteresowania tą branżą po wybuchu pandemii – już notowane spółki zaczęły mocno zyskiwać na wycenach, inwestorzy poszukiwali zatem na rynku pierwotnym spółek o potencjale do powtórzenia sukcesu. Kolejna branża to szeroko rozumiana branża konopna, czyli mająca bardzo zaangażowanych klientów, którzy jednocześnie chcą zmian legislacyjnych i są zainteresowani rozwojem firm z tego segmentu. Wreszcie istotne zaczenie miały firmy z branży rozrywkowej czy szeroko rozumianej branży e-commerce, aplikacji mobilnych czy IT. Tę sytuację można tłumaczyć dotarciem do szerokiego grona klientów, ale też chęcią powtórzenia sukcesów firm, które zyskiwały w związku z pandemią i lockdownem.

Warto jeszcze spojrzeć na liczbę projektów według branż, co prezentuje rys. 3.7.



Rys. 3.7. Liczba spółek w projektach equity crowdfundingu według branż (lata 2012-2021)

Źródło: opracowanie na podstawie danych z bazy (Internet 1, dostęp 20.06.2022).

Liczbowo dominuje branża gamingowa. Istotne były też rozrywka i alkohole. Co ciekawe, branża konopna pozyskiwała stosunkowo dużo kapitału, ale przy małej liczbie projektów. Wynika to z małej liczby podmiotów z tej branży. Te, które się decydują na equity crowdfunding, pozyskują już maksymalne limity.

Oceniając branżowość, warto spojrzeć jeszcze na dane dotyczące stopnia realizacji celu zbiórek. Te wyniki przedstawiono w tab. 3.9. Najlepiej pod kątem zbierania kapitału radziły sobie branża konopna i gaming.

Wreszcie kończąc analizę rynku equity crowdfundingu w Polsce, należy spojrzeć na możliwości wyjścia z inwestycji. Niestety jest to problem polskiego rynku crowdfundingowego. Ze względów regulacyjnych niemożliwe było stworzenie zorgani-

Tabela 3.9. Procent realizacji celu zbiórki equity crowdfundingu z uwzględnieniem branży emitenta (lata 2012-2021)

Dane	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Alkohole rzemieślnicze	57	64	71			100		
Aplikacje mobilne, e-commerce, IT	65	75	63		45		76	
Branża konopna	91	100						
Energia odnawialna	54	51						
Gaming	96	113	107	17	217			
Inne	51	36	13	58	100	100		
Kosmetyki	81							
Marketing	62							
Medycyna	29		20					
Nieruchomości	26	93						
Odzież i dodatki	83	75	45		16			
Rozrywka	46	60	47		21	4	5	
Usługi motoryzacyjne	19		3					
Wyposażenie wnętrz	5	36		100				
Żywność	87	64	22	35	214	41		
Usługi finansowe	113	5	32			100		100
Suma końcowa	67	66	54	47	89	69	40	100

Puste komórki w tabeli oznaczają, że w danym roku nie było emisji z danej branży.

Źródło: opracowanie na podstawie danych z bazy (Internet 1, dostęp 20.06.2022).

zowanego rynku obrotu akcjami objętymi w ramach poszczególnych emisji. Oczywiście transakcje takie się zdarzają, ale muszą się spotkać dwie strony – kupujący i sprzedający, by za pomocą domu maklerskiego bądź umowy cywilnoprawnej dokonać takiej transakcji. Zaprzecza to idei crowdfundingu, który ma być dostępny dla szerokiego grona inwestorów. Jednocześnie jest to ogromna wada naszego rynku, ponieważ każda inwestycja charakteryzuje się momentem wejścia – w tym wypadku udziałem w zbiórce, a co istotniejsze – momentem wyjścia. Jedyna zorganizowana możliwość to wejście spółki na NewConnect i następnie sprzedanie akcji nowym inwestorom. W tabeli 3.10 zaprezentowano spółki, które weszły na giełdę.

Okazuje się, że najwięcej spółek spośród tych, które przeprowadzały emisje na platformie CrowdConnect, zadebiutowało na NewConnect. Jednocześnie należy zwrócić uwagę, że spośród 298 obserwacji tylko 16 spółek zadebiutowało na rynku NewConnect. Pokazuje to, jak problematyczne jest wychodzenie z inwestycji equity crowdfundingu.

Tabela 3.10. Emitenci, którzy po przeprowadzeniu zbiórki crowdfundingowej weszli na NewConnect w latach 2012-2021

Nazwa spółki	Rok debiutu	Platforma	Branża
Atomic Jelly	2021	FindFunds	gaming
Detalion Games	2020	CrowdConnect	gaming
Drago Entertainment	2021	CrowdConnect	gaming
Duality	2020	FundedByMe	gaming
Emplocity	2022	CrowdConnect	aplikacje mobilne
GenXone	2020	CrowdConnect	healthcare
Hydra Games	2022	CrowdConnect	gaming
Incuvo	2021	CrowdConnect	gaming
Iron Wolf Studio	2021	FundedByMe	gaming
Plantwear	2020	CrowdConnect	odzież i dodatki
Polyslash	2020	FindFunds	gaming
Punch Punk Games	2021	CrowdConnect	gaming
Red Dev Studio	2019	FindFunds	gaming
Render Cube	2021	CrowdConnect	gaming
Road Studio	2022	CrowdConnect	gaming
United Label	2021	CrowdConnect	gaming
Zeneris Projekty	2021	CrowdConnect	energia odnawialna

Źródło: opracowanie na podstawie danych z bazy (Internet 1, dostęp 20.06.2022).

Warto zauważyć, że ze zjawiskiem, jakim jest equity crowdfunding, mamy do czynienia w Polsce od 2012 roku, kiedy to przeprowadzono pierwszą kampanię tego typu. Od tego czasu rynek się rozwinął, pojawiło się na nim kilka platform organizujących proces pozyskania finansowania. Ważne znaczenie dla rozwoju rynku mają regulacje, które w dużej mierze determinują jego popularność. Szczególnie można tu wymienić zmianę ustawy o ofercie publicznej z 2018 roku i zwiększenie limitu zbiórek. Najdynamiczniejszy okres rozwoju rynku to lata 2019-2021, kiedy to rzeczywiście przeprowadzano po kilkadziesiąt kampanii rocznie, pozyskując w tym okresie ponad 250 mln zł. Najwięcej kapitału zebrała platforma CrowdWay i było to blisko 90 mln zł. Historycznie największe zbiórki equity crowdfundingu to Star Space, które zebrało 4,55 mln zł, czy Kombinat Konopny i KTS Weszło zbierające po 4,5 mln zł. Na rynku w latach 2012-2021 bywały też sytuacje, gdy wartość zbiórki mocno przekraczała zakładany cel – jako przykład można podać spółkę Scabrosus, która zebrała 385% zakładanego celu. Z kolei najwięcej inwestorów gromadziły kampanie klubu piłkarskiego Wisła Kraków, w których uczestniczyło około 9 tys. osób. Jeżeli chodzi o wyce-

nę spółek, które pozyskiwały kapitał z equity crowdfundingu, to trzy z nich osiągały wycenę ponad 100 mln zł, a największą wycenę miała spółka Render Cube z wyceną 156 mln zł. Podsumowując, należy stwierdzić, że branże, które cieszyły się największą popularnością na rynku equity crowdfundingowym, to gaming i produkcja alkoholi rzemieślniczych. To emitenci z tych branż pozyskali najwięcej kapitału. Problemem rynku w Polsce jest brak zorganizowanego sposobu wyjścia inwestorów ze swoich inwestycji. Jedyna droga to wejście spółki, która pozyskała kapitał na rynek NewConnect. Natomiast spośród emitentów pozyskujących kapitał w latach 2012-2021 tylko 7% z nich zadebiutowało na NewConnect.

Spis wykorzystanej literatury

Bellon, M. (2013, 15 stycznia). Crowdfunding bez schematów. *Puls Biznesu*.

Kowalski, J. (2021, 14 października). *Krzysztof Stanowski w półtorej godziny pozyskał 4,5 mln zł na KTS Weszło*. Pobrano z wirtualnemedia.pl

Król, K. (2012, 14 sierpnia). *Pierwszy dzień beesfund.com – jest dobrze*. Pobrano z crowdfunding.pl

Rosik, P. (2019, 10 kwietnia). *KNF ma zastrzeżenia jak działa crowdfunding udziałowy w Polsce, swoim stanowiskiem wywołał sporo zamieszania*. Pobrano z strefainwestorow.pl

Szewczyk, Ł. (2012, 23 sierpnia). *Crowdfunding udziałowy już w Polsce – rusza Beesfund.com*. Pobrano z Media2.pl.

Żuławiński, M. (2020, 28 maja). *Rada Polityki pieniężnej ponownie obniża stopy procentowe*. Pobrano z Bankier.pl

Strony internetowe

1. crowdfunding.ue.wroc.pl
2. www.beesfund.com
3. www.crowdconnect.pl
4. www.crowdway.pl
5. www.findfunds.pl
6. www.fundedbyme.com
7. www.navigatorcrowd.pl
8. www.raisemana.com
9. www.smarfunds.pl
10. www.stockambit.pl

4

Equity crowdfunding – pozytywne efekty pozafinansowe dla start-upów

W ciągu ostatnich 15 lat crowdfunding – w Polsce określany jako finansowanie społecznościowe – stał się przedmiotem coraz większego zainteresowania na rynku gospodarczym, przeobrażając się w alternatywę dla innych metod pozyskiwania środków pieniężnych. W kontekście młodych przedsiębiorstw poszukujących kapitału na rozwój stał się również dostrzegalną konkurencją dla standardowych dostawców kapitału, takich jak banki, firmy pożyczkowe, fundusze venture capital, fundusze private equity, aniołowie biznesu czy fundacje i agencje rządowe.

Jedną z pierwszych definicji, która określa cechy tej formy finansowania, zaproponował Belleflamme, wskazując, że finansowanie społecznościowe polega na otwartym zaproszeniu, głównie przez Internet, które ma na celu dostarczenie środków finansowych w formie zarówno darowizny, jak i w zamian za przyszły produkt lub inną formę nagrody (Belleflamme i in., 2014). W kolejnych latach definicję tę rozwijano i uszczegóławiano (Majewski, 2020). Wicks wskazał, że crowdfunding ma miejsce, gdy duża liczba osób (określana jako tłum) wspiera finansowo projekt za pomocą stosunkowo niewielkich wpłat w zamian za nagrody, potencjalnie za udziały w spółce lub charytatywnie (Wicks, 2013). W literaturze przedmiotu często przytaczana jest definicja, którą zaproponował Mollick, wskazując, że crowdfundingiem są działania przedsiębiorczych osób i grup mające na celu sfinansowanie przedsięwzięcia poprzez zebranie stosunkowo małych wkładów od relatywnie dużej liczby osób, przez Internet i z pominięciem klasycznych pośredników (Mollick, 2014). Te wczesne definicje crowdfundingu wpłynęły na dalsze badania naukowe, które w większości uznały wysoką liczbę niskich wpłat i/lub „tłum" inwestorów za kluczowe elementy crowdfundingu.

Wraz z rozwojem definicji podkreślano również osadzenie crowdfundingu w szerszym pojęciu crowdsourcingu (*crowd* – tłum, *sourcing* – pozyskiwanie, zaopatrywanie się), które w zasadzie oznacza zaangażowanie szerokiej, niejednorodnej społeczności w realizację konkretnego celu. Podstawą wyodrębnienia crowdfundingu z crowdsourcingu jest charakter wkładu wnoszonego przez społeczność, a jest to w tym przy-

padku wkład pieniężny, czyli finansowanie. Niemniej mechanizmy obu zjawisk oparte są na tzw. tłumie, rozumianym jako bardzo duża liczba uczestników. W ramach charakterystyki crowdfundingu wskazuje się cztery główne modele, w jakich jest on realizowany (De Buysere i in., 2012):

- model donacyjny (*donation-based crowdfunding*) – inaczej charytatywny, gdy w zamian za środki pieniężne nie jest oczekiwane żadne świadczenie zwrotne;
- model z nagradzaniem użytkowników (*reward-based crowdfunding*) – gdy w zamian za środki pieniężne zapewniana jest określona korzyść niefinansowa, np. produkt;
- model pożyczkowy (*lending-based crowdfunding; debt crowdfunding*) – gdy środki pieniężne są zwracane finansującemu po określonym czasie wraz z ustalonymi wcześniej odsetkami;
- model udziałowy (*equity-based crowdfunding*) – gdy finansujący w zamian za wniesiony kapitał obejmuje udziały w przedsięwzięciu.

W praktyce możliwe są również hybrydy powyższych modeli. Opublikowanie pełnej oferty dla finansujących wraz z okresem, w którym mogą zadeklarować wolę skorzystania z tej oferty oraz dostarczyć na ten cel środki pieniężne, określa się mianem kampanii crowdfundingowej. Kampanie tego typu są często wsparte działaniami promocyjnymi. Promowanie ma na celu wzbudzenie możliwie dużego zainteresowania odbiorców, a w konsekwencji pozyskanie jak największej liczby uczestników.

Badania akademickie poświęcone crowdfundingowi udziałowemu prowadzone w ostatnich latach przyniosły ciekawe wyniki stawiające pytanie, czy aby na pewno crowdfunding udziałowy w pełni wpisuje się w ogólne definicje crowdfundingu. Wraz ze wzrostem liczby kampanii i możliwości analizy większej liczby przypadków wydaje się, że podstawowe cechy, takie jak niskie wpłaty i bardzo duża liczba finansujących, mogą nie być kluczowymi dla crowdfundingu udziałowego (Coakley i Lazos, 2021). Również na polskim rynku można wskazać zakończone sukcesem kampanie, w których uczestniczyło raptem kilku dużych inwestorów albo w których pojedyncze wpłaty liczone były w setkach tysięcy złotych. Dodatkowo także charakter podmiotów dostarczających kapitał w ramach kampanii, czyli inwestorów, oraz motywy, jakimi się kierują, podejmując decyzję inwestycyjną, wyróżnia ich spośród osób finansujących inne typy crowdfundingu (Goethner i in., 2020). Jako wspólny dla wszystkich rodzajów crowdfundingu wskazuje się natomiast jego główny cel – pozyskanie kapitału.

Literatura przedmiotu szeroko analizuje czynniki prowadzące do osiągnięcia głównego oczekiwanego przez inicjatorów kampanii crowdfundingowej skutku – efektu finansowego w postaci pozyskania założonego kapitału, na który składają się wpływy od szerokiego grona inwestorów. Prowadzone w ostatnich latach badania pokazują jednocześnie, że crowdfunding udziałowy generuje wiele dodatkowych efektów pozafinansowych, które identyfikuje się zarówno z perspektywy przedsiębiorstw, inwestorów, jak i ich otoczenia.

Poniżej przedstawiono analizę istotnych cechy crowdfundingu udziałowego, określanych jako pozafinansowe korzyści przeprowadzenia kampanii. Podjęto próbę identyfikacji pozytywnych efektów pozafinansowych, co w dalszej kolejności będzie pomocne w budowaniu strategii kampanii nie tylko w kontekście celu finansowego, ale również dla uzyskania maksymalnej wartości efektów pozafinansowych korzystnych dla przedsiębiorstwa po zakończeniu kampanii. Dokonano również rozpoznania typów inwestorów korzystających z crowdfundingu udziałowego, ich motywacji i indywidualnych oczekiwań, co w efekcie może pomóc w identyfikacji możliwych do zastosowania zachęt inwestorów, które wpływają na poprawę wyników kampanii.

4.1
Charakterystyka ECF jako modelu finansowania

Młode przedsiębiorstwa (takie jak start-upy) stają przed wyzwaniem wypełnienia luki kapitałowej, która jest barierą w ich efektywnym funkcjonowaniu. Niekiedy przyciągnięcie kapitału prywatnego stanowi nie tylko problem, ale często warunek dalszej egzystencji (Gompers i Lerner, 2004; Kortum i Lerner, 2000). Co więcej, wymagany jest najczęściej kapitał w stosunkowo dużej wysokości tak, aby pokrył potrzeby rozwojowe młodego (przez co postrzeganego jako obarczonego wyższym ryzykiem inwestycyjnym) podmiotu. Zatem wyzwaniem jest także znalezienie źródeł dysponujących odpowiednimi środkami finansowymi, a te często kojarzone są z dużymi instytucjami wyspecjalizowanymi w tego typu inwestycjach. Ostatnie lata pokazały, że crowdfunding w modelu crowdfundingu udziałowego może być istotnym, a nawet wystarczającym wsparciem w uzupełnieniu wskazanej luki. Ta metoda finansowania stała się dla młodych przedsiębiorstw pełnoprawną alternatywą do powszechnie funkcjonujących instytucji finansowania typu „venture", wśród których ujmuje się fundusze venture capital i private equity, banki, aniołów biznesu, jak również wsparcie pochodzące z sektora państwowego czy fundacje (Mollick, 2014; Nash i Beardsley, 2015; Terry i in., 2015). Crowdfunding udziałowy, często kojarzony z rundami finansowania pre-seed (czyli wczesnymi, tzw. przedzalążkowymi), okazuje się być wykorzystywany nie tylko przez start-upy, ale także przez przedsięwzięcia w fazie wzrostu, co dodatkowo uwypukla możliwość substytuowania funkcji aniołów biznesu i funduszy inwestycyjnych. Jest to szczególnie widoczne na najbardziej rozwiniętym europejskim rynku, czyli w Wielkiej Brytanii, gdzie pod względem liczby przeprowadzonych transakcji pozyskiwania finansowania w zamian za udziały model ECF ustępuje jedynie finansowaniu typu private equity-venture capital (British Business Bank, 2019).

Publiczne ofertowanie udziału w spółce przez przedsiębiorstwa w fazie wzrostu jeszcze pewien czas temu przybierało głównie formę oferty publicznej w ramach tzw. IPO (Initial Public Offering, pierwsza oferta publiczna), a efektem tych działań było wejście spółki na giełdę. Crowdfunding udziałowy wpływa na zmianę tego stanu

rzeczy. Już pierwsze kampanie w formie crowdfundingu udziałowego przyjęły formę publicznego oferowania nowo emitowanych akcji spółki w zamian za kapitał małych prywatnych inwestorów, z tą jednak różnicą, że nie wiązało się to bezpośrednio z wprowadzeniem tych aktywów do obrotu giełdowego. Spółki po przeprowadzeniu kampanii crowdfundingowej pozostawały spółkami niepublicznymi. W ten sposób ECF znalazł swoją kolejną funkcję na rynku kapitałowym – możliwość przeprowadzenia rundy pre-IPO (rundy finansowania poprzedzającej ofertę publiczną połączoną z debiutem giełdowym). W takim kontekście IPO, które dla przeciętnego inwestora prywatnego bywało jedyną możliwością dołączenia do grona akcjonariuszy danego przedsiębiorstwa, zyskało funkcję potencjalnego exitu, tj. realizacji wyjścia z inwestycji poprzez możliwość sprzedania akcji na giełdzie. Powyższe elementy wskazują na istniejące podobieństwa między kampaniami crowdfundingu udziałowego a IPO. Z tego też względu coraz częściej ten rodzaj crowdfundingu pojawia się w literaturze dotyczącej finansów korporacyjnych.

Crowdfunding udziałowy charakteryzują trzy typy uczestników. Pierwszy to przedsiębiorstwo, które przygotowuje ofertę, w ramach której wyemituje nowe udziały lub akcje w zamian za wniesienie kapitału do spółki. Drugą stroną procesu są inwestorzy, którzy dysponując kapitałem, nabywają udział w przedsiębiorstwie poprzez uczestnictwo w rundzie inwestorskiej prowadzonej w formule kampanii crowdfundingowej. Ostatnim rodzajem uczestnika jest platforma crowdfundingowa, która odgrywa rolę pośrednika łączącego przedsiębiorstwo z inwestorami. Wynagrodzenie dla platformy opłaca przedsiębiorstwo. Składa się ono najczęściej z dwóch części – stałej (niezależnej od wyniku kampanii) oraz zmiennej stanowiącej procent od zebranego kapitału (dochodzącej do 10%[1]). Część zmienna jest należna w przypadku zakończenia kampanii sukcesem. Platformy mogą generować dodatkowe przychody w postaci odsetek z kapitału, jeśli wykorzystywane są rachunki escrow, jak również oferując usługi dodatkowe. Wykorzystanie platformy do przeprowadzenia kampanii crowdfundingowej nie jest niezbędne, niemniej oprócz zapewnienia wyspecjalizowanego *know-how* ułatwia przedsiębiorstwu dotarcie do szerszego grona odbiorców.

4.2
Charakterystyka inwestora ECF

Przed wzrostem popularności crowdfundingu możliwość dokonania prywatnej inwestycji w przedsiębiorstwa typu start-up ograniczała się w dużej mierze do osób zamożnych, takich jak aniołowie biznesu. Możliwe było również inwestowanie pośrednie poprzez uczestnictwo w wyspecjalizowanych funduszach inwestycyjnych (typu venture lub private equity), jednak taka forma pozbawia inwestora decyzyjno-

[1] Na podstawie analizy polskich platform crowdfundingowych w 2022 roku.

ści w wyborze finansowanych spółek. Crowdfunding udziałowy wprowadził na tym rynku demokratyzację, dając możliwość inwestycji w młode, innowacyjne i perspektywiczne spółki szerszemu gronu inwestorów, gdyż znacząco został obniżony finansowy próg wejścia w inwestycję. Efektem otwarcia na nowe i szerokie grono osób jest to, że inwestorzy zaangażowani w crowdfunding udziałowy są zróżnicowani pod względem doświadczenia oraz wiedzy eksperckiej związanej z nabywaniem udziałów w przedsiębiorstwach. Można wyróżnić przynajmniej trzy charakterystyczne typy inwestorów (Goethner i in., 2021):

- pierwszą grupę tworzą tzw. okazjonalni inwestorzy (*casual investors*), którzy uczestniczą w kampaniach częściej niż inne grupy, inwestując stosunkowo niewielkie kwoty. Mają średnią awersję do ryzyka, przez co wybierają projekty mniej innowacyjne i mniej ryzykowne. Aspekt uczestniczenia w społeczności zgromadzonej wokół spółki nie jest dla nich wyraźnie istotny. Kierują się oczekiwanym zyskiem, starając się jednocześnie ograniczać ryzyko możliwej do poniesienia straty;
- druga grupa inwestorów to społecznościowi entuzjaści (*crowd enthusiasts*), którzy uczestniczą w mniejszej liczbie kampanii, ale angażują się w te związane z innowacjami, przez co akceptują wyższy poziom niepewności związanej z finansowaniem innowacji. Istotny jest dla nich aspekt społecznościowy, czynniki społeczne i korzyści z tego płynące. Bycie częścią społeczności finansujących i wniesienie wkładu wspierającego kampanię w osiągnięciu celu stanowi dla nich wartość;
- trzecia grupa to doświadczeni inwestorzy (*sophisticated investors*), podejmujący decyzje inwestycyjne na podstawie pogłębionej analizy. Mogą oni stanowić najmniejszy udział ze wszystkich grup, ale inwestują relatywnie najwięcej, a ich wybory są ekonomicznie uzasadnione. Wiedzą, jak przeanalizować jakość projektu i osób nim kierujących. Są najbardziej aktywni, angażują się w dyskusje i zadawanie pytań. Wiedzą, gdzie szukać dodatkowych, bardziej złożonych informacji, jeśli te dostarczone przez spółkę są dla nich niewystarczające.

Wyodrębnione cechy poszczególnych grup wskazują, że motywacje inwestorów mogą być zróżnicowane i silnie uzależnione od rodzaju przedsięwzięcia. Badania nad typami inwestorów crowdfundingu udziałowego zdają się potwierdzać, że motywatory, którymi się kierują, nie muszą mieć charakteru czysto finansowego (rozumianego jako zorientowanie wyłącznie na zysk) (McKenny i in., 2017), ale są to też inne motywatory takie jak czynniki społeczne i społecznościowe, a także materialne (De Buysere i in., 2012).

4.3
Czynniki sukcesu finansowania społecznościowego

Głównym celem kampanii w crowdfundingu udziałowym jest pozyskanie finansowania na realizację założonych planów dalszego rozwoju przedsiębiorstwa. Za sukces przeprowadzonej kampanii uznaje się pozyskanie od inwestorów kwoty równej lub przewyższającej kwotę wskazaną w momencie uruchomienia kampanii jako minimalny cel kwotowy. W ostatnich latach coraz częściej podejmowane są analizy czynników, które wpływają pozytywnie na pozyskanie inwestorów i osiągnięcie sukcesu. Jedna z kategoryzacji tych czynników grupuje istotniejsze z nich w trzech obszarach (Lukkarinen i in., 2016):

1. Charakterystyka kampanii – rola kwotowego celu kampanii, minimalnego poziomu wejścia w inwestycję, czasu trwania kampanii oraz dostarczonych danych finansowych.
2. Przystępność i zrozumiałość produktów firmy lub jej usług.
3. Sieć kontaktów – rola prywatnych i społecznościowych sieci kontaktów, do których możliwe jest dotarcie z ofertą.

Badanie nad czynnikami determinującymi zakończenie kampanii ECF sukcesem (w rozumieniu osiągnięcia celów finansowych) przeprowadzone na 250 kampaniach z największej europejskiej platformy ECF Crowdcube (Wachira i Wachira, 2022) wskazuje, że istotna jest liczba pozyskanych inwestorów – im więcej inwestorów przedsiębiorstwo jest w stanie pozyskać, tym wyższa jest finalnie osiągnięta kwota zebrana w ramach kampanii. Również sam cel kwotowy wskazany w kampanii wpływa na sukces. Autorzy badania zauważają, że kampanie z wyżej postawionym do osiągnięcia celem miały większą szansę na powodzenie, mimo wyżej „postawionej poprzeczki". Przy tym warto zwrócić uwagę, że cel ustalany jest przed uruchomieniem kampanii, a jego poziom wyznacza decyzja przedsiębiorstwa poparta analizą posiadanych zasobów i oceną możliwości jego osiągnięcia. Wysoko postawiony cel może być efektem przekonania o właściwym przygotowaniu do przeprowadzenia skutecznej kampanii. Tym samym, może być przejawem dobrego wykorzystania różnych czynników sukcesu. Do tej samej grupy czynników zalicza się także inne parametry oferty takie jak przyjęta do oferty wycena przedsiębiorstwa czy oferowany procentowy udziału w spółce. Te dwie cechy łączy zależność ze wspomnianym celem kwotowym. Przy założeniu określonego celu kwotowego zwiększenie wyceny spółki do oferty (co jest tożsame ze zwiększeniem ceny za każdą oferowaną akcję) spowoduje zmniejszenie procentowego udziału przypisanego nowym inwestorom po kampanii. Innymi słowy – wyższa wycena przedsiębiorstwa przy inwestycji tej samej kwoty kapitału pozwoli na objęcie mniejszego procentowego udziału w danym przedsiębiorstwie, a to przekłada się na zmniejszenie korzyści dla inwestorów. Tym bardziej mogą zaskaki-

wać wyniki ww. badania, które wskazują, że niższy odsetek oddawanych inwestorom udziałów w przedsiębiorstwie może być postrzegany jako większa pewność jego założycieli co do przyszłego sukcesu komercyjnego firmy, tym samym budować korzystny obraz oferty. Taki stan rzeczy może być następstwem tego, że crowdfunding udziałowy przyciąga w większości inwestorów nieprofesjonalnych, u których poziom dokonywanej analizy finansowej przedsiębiorstwa bywa podstawowy (lub jej w ogóle nie ma) (Wachira i Wachira, 2022).

Kolejnym istotnym czynnikiem przybliżającym kampanię do osiągnięcia sukcesu jest przystępność oferty spółki, tzn. łatwy do zrozumienia produkt lub usługa oraz rozpoznanie wartości jaką dostarcza. Przystępność oferty jest zazwyczaj wyższa dla produktów i usług kierowanych do konsumentów aniżeli takich, których odbiorcami są inni przedsiębiorcy. Sami inwestorzy crowdfundingu udziałowego to najczęściej osoby fizyczne – odbiorcy produktów konsumenckich. Konsumenci mogą czuć się bardziej komfortowo, inwestując w obszar, który znają lub rozumieją. Kampanie crowdfundingu udziałowego mogą zatem odnieść większy sukces w przypadku firm, których działalność oparta jest na modelu B2C, niż w przypadku spółek operujących w modelu B2B. Oferta spółki to jednocześnie generator jej przychodów, zatem jej zrozumienie ułatwia także oszacowanie potencjalnego sukcesu biznesowego przedsiębiorstwa. Kierujący ofertę do konsumentów mogą mieć również większą bazę dotychczasowych klientów i obserwujących, a co za tym idzie – większą bazę potencjalnych inwestorów (Lukkarinen i in., 2016).

Jako trzecią grupę czynników sukcesu wskazuje się sieć kontaktów wypracowanych przez przedsiębiorstwo. Im większa sieć kontaktów, tym więcej grup odbiorców jest zaangażowanych w kampanię. Liczebność grup natomiast wpływa na ogólne zainteresowanie kampanią. Jednocześnie wzrost liczby grup zwiększa poziom interakcji między tymi grupami, tworząc dodatkowo tzw. zewnętrzne efekty sieci. Aktywność spółki w mediach społecznościowych wpływa na rozwój grup – im większa aktywność w social mediach, tym większe są szanse na przyciągnięcie inwestorów i wzrost wartości zebranych środków pieniężnych. Zewnętrzne efekty sieci kontaktów są kluczowe dla dynamiki pozyskiwanego kapitału (Belleflame, 2019). Badania poświęcone czynnikom z grupy trzeciej (Brown i in., 2019) zwróciły także uwagę na relację między przedsiębiorcami oraz ich inwestorami, wskazując na pojawiające się zaangażowanie obu stron.

Osiąganie podstawowego kwotowego celu kampanii oraz dynamika finansowania to dwa najpopularniejsze tematy poruszane w literaturze przedmiotu w kontekście sukcesu kampanii. Skuteczne pozyskanie środków od inwestorów ma nie tylko implikacje finansowe w postaci zapewnienia finansowania dalszego rozwoju przedsiębiorstwa. Niesie ze sobą również efekty pozafinansowe.

4.4
Pozafinansowe efekty kampanii crowdfundingowej

Korzyści płynące z wykorzystania crowdfundingu udziałowego w prowadzeniu rundy inwestorskiej najczęściej kategoryzowane są względem typu uczestnika kampanii, czyli skoncentrowane na przedsiębiorstwie, na inwestorze lub na platformie. Mogą one również pojawić się w otoczeniu uczestników, np. w sieci kontaktów inwestora lub konkurencji przedsiębiorstwa. Pojawiają się także nowe koncepcje, które dodatkowo wskazują na pozytywny wpływ crowdfundingu udziałowego na interakcję między samymi uczestnikami crowdfundingu (Wald i in., 2019).

Perspektywa spółki

Skuteczne pozyskanie kapitału w modelu crowdfundingu udziałowego wspiera przedsiębiorstwo w osiągnięciu przynajmniej krótkoterminowego stanu niezależności finansowej. Kapitał ten nie ma charakteru dłużnego, zatem nie tworzy konieczności zapewnienia zwrotnego przepływu pieniężnego należnego w ramach spłaty w ustalonych ramach czasowych. Jest to szczególnie istotne w przypadku start-upów, gdzie możliwość rynkowej weryfikacji skuteczności modelu biznesowego (często dopiero zaprojektowanego produktu lub usługi) jest najczęściej odłożona w czasie. Odłożone w czasie mogą być zatem także przychody. Z tego względu crowdfunding udziałowy jest szczególnie wartościowy w częściowym lub pełnym pokryciu luki kapitałowej, z jaką spotykają się start-upy (Lam, 2010). Ten rodzaj pozyskanego kapitału nie wiąże się z koniecznością zwrotu i nie rodzi potrzeby okresowej spłaty odsetek, tak jak ma to miejsce np. w przypadku finansowania dłużnego. Co więcej, finansowanie społecznościowe może być zaadaptowane niemalże niezależnie od branży.

Szczególną i istotną dla startujących przedsiębiorstw cechą crowdfundingu jest pewien rodzaj weryfikacji rynkowego zapotrzebowania na dostarczaną wartość (Valančienė i Jegelevičiūtė, 2013). Wyższą liczebność uczestników kampanii można interpretować jako silniejsze zainteresowanie rynku wartością, którą przedsiębiorstwo będzie dostarczało swoim produktem lub usługą. Innymi słowy, rezultat kampanii może być formą tzw. proof of concept (Gomez i in., 2016), który w tym przypadku oznacza potwierdzenie słuszności zastosowania zaprezentowanego inwestorom pomysłu biznesowego. Podobnie jak w badaniu rynkowym poziom zaangażowania inwestorów w kampanię crowdfundingową wskazuje, czy istnieje potencjalny popyt na świadczone usługi lub produkty. Inwestorzy, uczestnicząc w kampanii crowdfundingu udziałowego, docelowo stają się współwłaścicielami przedsiębiorstwa. Lokując swoje środki w akcje lub udziały, wyrażają pozytywną opinię nt. potencjału osiągnięcia rynkowego sukcesu, wierzą w produkt lub usługę i w zasadność przyjętego modelu biznesowego.

Pozyskanie w ramach kampanii dużej liczby inwestorów to także pewnego rodzaju potwierdzenie wartości rynkowej. Za wartość rynkową uznaje się wycenę majątku

oraz czynników mających wpływ na wyceniane udziały (np. perspektywa rozwoju, zatrudniona kadra, prawa własności intelektualnej itp.), którą potwierdzają rzeczywiste transakcje nabycia tych udziałów, jak ma to miejsce podczas kampanii crowdfundingu udziałowego. Inwestorzy w ramach publicznej oferty kupują udział w spółce po oferowanej cenie. Znaczenie takiej wyceny jest tym większe, im większą liczbę inwestorów przyciągnie oferta (potwierdzenie przez większą ilość transakcji). Jest to również wsparcie w przeprowadzeniu kolejnych rund finansowania, nie tylko ułatwiając je, ale stanowiąc także punkt odniesienia w ewaluacji dalszego wzrostu przedsiębiorstwa w czasie (Kleinert i in., 2018). Należy jednak przy tym zwrócić uwagę, że wiarygodność wyznaczonej w ten sposób wartości rynkowej może być w różny sposób postrzegana przez różnych uczestników rynku finansowego – w zależności od stosowanych metod wyceny oraz podejścia do wpływu wywieranego przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnej (np. charakteru stosowanego podczas kampanii marketingu).

Crowdfunding udziałowy w większym stopniu niż kapitał pozyskiwany z funduszy VC czy od aniołów biznesu pozwala na utrzymanie kontroli decyzyjnej poprzez relatywnie mniejszy oferowany w ramach kampanii udział w spółce. Oznacza to zachowanie większości udziału w spółce przez pierwotnych właścicieli. Generalnie niespotykana jest także instytucja uprzywilejowywania pozyskiwania w ramach kampanii akcjonariuszy lub wspólników w zakresie prawa głosu. Jednocześnie sami inwestorzy są także postrzegani jako inwestorzy pasywni w kontekście wywierania formalnego wpływu na decyzje o charakterze strategicznym, co tym bardziej pozwala na swobodę decyzyjną (Block i in., 2018).

Emisja nowych udziałów lub akcji, których właścicielami docelowo stają się inwestorzy, naturalnie wpływa na zwiększenie liczebności współwłaścicieli przedsiębiorstwa. W przypadku spółek akcyjnych działanie to powoduje rozdrobnienie i rozwodnienie akcjonariatu, co może być szczególnie korzystne z punktu widzenia przedsiębiorstwa, które za cel obiera wejście na giełdę. Wśród wymagań przy wprowadzeniu akcji do obrotu na rynku publicznym określany jest stopień minimalnego „rozwodnienia", tj. udziału niepowiązanych ze sobą nawzajem ani ze spółką akcjonariuszy. Ma to na celu zapewnienie płynności po rozpoczęciu notowań akcji. W przypadku polskiego rynku kapitałowego pierwszym kierunkiem dla spółek, które wykorzystały crowdfunding udziałowy, jest NewConnect – alternatywny system obrotu akcjami organizowany przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie. NewConnect jest często nazywany „małą giełdą" – głównie ze względu na niższą niż rynek główny kapitalizację oraz relatywnie młody staż uczestniczących w obrocie na nim spółek. Jednym z podstawowych warunków wprowadzenia akcji do obrotu na NewConnect jest posiadanie akcjonariatu, w którym 15% akcji należy do co najmniej 10 akcjonariuszy, z których każdy ma nie więcej niż 5% wszystkich akcji przedsiębiorstwa[2]. Mimo iż

[2] Zgodnie z Regulaminem Alternatywnego Systemu Obrotu NewConnect prowadzonego przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie (stan na dzień 01.02.2023).

wartości te są oczywiście możliwe do osiągnięcia w ramach odpowiedniej mniejszej emisji prywatnej bez przeprowadzania kampanii, to należy podkreślić, że crowdfunding udziałowy wspiera osiągnięcie niezbędnej struktury akcjonariatu i pozytywnie wpływa na zwiększenie płynności akcji po debiucie giełdowym.

Badania przeprowadzane wśród przedsiębiorców wskazują, że istotnym dla nich efektem kampanii crowdfundingowej jest przyciągnięcie publicznej uwagi (Schwienbacher i Larralde, 2010), dzięki której możliwe jest dotarcie z informacją do wielu odbiorców, których liczba znacznie przewyższa liczbę uczestników kampanii. Poprzez publiczny charakter kampanii tworzy się kanał komunikacji przedsiębiorstwa z potencjalnymi odbiorcami jego produktów lub usług. Kanał ten stanowi przede wszystkim nośnik reklamy i narzędzie promocji. Wraz z informacjami o przedsiębiorstwie treść kampanii publicznie eksponuje markę lub marki przedsiębiorstwa oraz opisuje bieżące lub przyszłe generatory przychodu, czyli produkty i usługi, a jako całość – wpływa na jego wizerunek w oczach potencjalnych klientów. Jest to szczególnie wartościowe dla młodych przedsiębiorstw, gdyż daje możliwość nie tylko pokazania się i dotarcia do wielu odbiorców, ale nawet wykreowania swojej historii i kształtowania percepcji marki, tym samym wpłynięcia na decyzje zakupowe przyszłych klientów. Co istotne – kanał komunikacji jest dwustronny, daje możliwość otrzymania wartościowej informacji zwrotnej nt. produktów i usług, nawet jeśli jeszcze są w fazie projektu (Wash, 2013). Tego rodzaju interakcja pozwala na poznanie preferencji przyszłych klientów i w efekcie na bycie wartościowym źródłem innowacji. Stworzona relacja i zaangażowanie uczestników kampanii przed jej rozpoczęciem i podczas jej prowadzenia mogą zostać utrzymane po jej zakończeniu (Schwartz, 2015), a w dalszej kolejności pozytywnie wpłynąć na wejście produktu lub usługi na rynek. Stąd odpowiednio przygotowana kampania sprawi, że dla przedsiębiorcy staje się ona jednym z narzędzi marketingowych, tworząc wsparcie sprzedaży przyszłych produktów i usług.

Do efektywnej komunikacji z „tłumem" przedsiębiorcy wykorzystują m.in. różnego rodzaju platformy społecznościowe, takie jak Facebook, Instagram czy X (dawniej: Twitter) lub wyspecjalizowane blogi i portale (Schlueter, 2015). Częstym zabiegiem po kampanii jest tworzenie zamkniętych grup dla inwestorów w nich uczestniczących, co pomaga w formowaniu się społeczności współwłaścicieli spółki i tworzeniu relacji. W ramach tych grup jej członkowie mogą wypowiadać się na dowolny temat związany ze spółką lub jej otoczeniem. Aby zwiększyć efektywność wymiany poglądów, stymuluje się interakcje, np. informując o sprawach związanych z działalnością, zadając pytania, tworząc ankiety lub inicjując „burzę mózgów" nt. istniejących lub potencjalnych nowych produktów. Wymiana poglądów może przejawiać się w różny sposób – poprzez komentarze, wskazówki, ocenę produktu, czy nawet pozyskiwanie informacji o przyjęciu produktu przez szerszy rynek. Taka wiedza od inwestorów dostarcza niezwykle cenną informację o pożądanych cechach produktów. W ten sposób inwestorzy mogą stanowić wartościową grupę badawczą, a interakcja z nimi – formę bezpłatnego badania rynkowego.

Szczególną wartością dla przedsiębiorstwa jest dostęp do sieci inwestora, czyli sieci prywatnych kontaktów, najczęściej postrzeganej jako kontakty w social mediach (w ramach serwisów społecznościowych) (Colombo i in., 2015). Korzyść pojawia się już podczas kampanii dzięki upublicznieniu informacji o uczestnictwie danego inwestora. Wspiera to kampanię w osiągnięciu sukcesu poprzez zwiększenie zainteresowania, a także zwiększenie wiarygodności i atrakcyjności w oczach otoczenia inwestora, a dalej zmniejszenie poziomu niepewności przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnej przez innych (Vismara, 2016).

Korzyści wynikające z crowdfundingu udziałowego pojawiają się również w otoczeniu przedsiębiorstwa. Pozytywne przedstawienie spółki oraz jej działalności może wpłynąć na jej pozytywne postrzeganie przez potencjalnych partnerów biznesowych, takich jak dostawcy lub dystrybutorzy (De Luca, 2019). Osiągnięcie sukcesu kampanii zwiększa także wiarygodność przedsiębiorstwa jako płatnika (dłużnika), ponieważ eksponuje zwiększenie kapitałów, co zwiększa jego wiarygodność jako kontrahenta. W podobny sposób wpływa to na postrzeganie firmy przez potencjalnych nowych pracowników, gdyż stabilna sytuacja finansowa jest jedną z najbardziej istotnych cech poszukiwanych u pracodawcy (Szczepański, 2013). Dla przedsiębiorstwa stanowi to wsparcie w pozyskaniu z rynku potrzebnych kompetencji. Jako że kampania crowdfundingu udziałowego ma publiczny charakter, to również konkurenci mogą obserwować i uczyć się na projektach crowdfundingowych. Innowacyjne modele lub nowoczesne rozwiązania mogą być w dalszej kolejności naśladowane, stając się wtórnym generatorem innowacji w innych przedsiębiorstwach (Hui i in., 2014). Cecha ta stanowi także czynnik ujmowany w koncepcjach rozwoju innowacyjności, takich jak Open Innovation, zgodnie z którą przedsiębiorstwa nie powinny polegać wyłącznie na efektach własnych prac badawczych, ale również czerpać z zewnętrznych źródeł innowacji (Chesbrough, 2003).

Perspektywa inwestora

Podstawowymi parametrami, jakie cechują inwestycyjne podejście do nabywania udziałów, są potencjalny wynik finansowy (zysk lub strata) i korzyść wynikająca z dywersyfikacji ryzyka portfela inwestycyjnego. Są to naturalnie kojarzone cechy inwestycji na rynku kapitałowym. Należy zwrócić uwagę, że inwestorzy, uczestnicząc w kampaniach crowdfundingowych, mogą i z dużym prawdopodobieństwem będą odnosili korzyści o charakterze pozafinansowym. Co więcej, może mieć to miejsce nawet, gdy poniosą stratę finansową na swojej inwestycji. Innymi słowy, strata finansowa może być traktowana jako wydatek umożliwiający osiągnięcie korzyści pozafinansowych (Schwartz, 2015).

Jeden z podstawowych efektów udziału w kampanii crowdfundingowej, czyli w finansowaniu społecznościowym, ma właśnie charakter społecznościowy. Nabywając udziały przedsiębiorstwa, finansujący – jako nowy współwłaściciel – otrzymuje wej-

ście do „klubu inwestorów" danej firmy, a tym samym zyskuje możliwość bycia częścią określonej społeczności (Wald i in., 2019). Aby zwiększyć efektywność tej korzyści, spółki często tworzą specjalny kanał komunikacyjny (np. w formie dostępu do okresowego newslettera dostępnego tylko dla udziałowców lub oferując uczestnictwo w zamkniętej grupie dyskusyjnej) albo tworzą wydarzenia, na które zapraszają inwestorów. Działania te charakteryzuje ich ekskluzywność, a przepustką do uczestniczenia w nich jest posiadanie udziałów lub akcji danego przedsiębiorstwa. Dodatkową korzyścią z tego wynikającą jest dostęp do nowej wiedzy, czasami trudno dostępnej lub specjalistycznej. Wśród korzyści płynących z uczestniczenia w życiu społeczności sami inwestorzy wskazują pozytywne oddziaływanie na samorozwój oraz wartościową naukę, a w przypadku, gdy ich spółki odnosiły sukces – także pozytywny wpływ na reputację, a nawet prestiż (Wald i in., 2019).

Crowdfunding pozwala inwestorowi na ekspresję poglądów, szczególnie w jego otoczeniu. Poprzez dzielenie się informacją o zaangażowaniu w kampanię konkretnej spółki może on wyrazić publicznie własne zdanie albo wskazać innym kierunki, które uważa się za warte wspierania – konkretne branże czy typy innowacji, z którymi sam inwestor chciałby być kojarzony. Fani rozwoju odnawialnych źródeł energii mogą publicznie wyrazić swoje wsparcie dla spółek z branży fotowoltaicznej, a zwolennicy medycyny naturalnej mogą pochwalić się zaangażowaniem w spółki konopne pracujące nad uprawami medycznej marihuany. Dla inwestora to narzędzie do dodatkowego wyrażenia swoich poglądów.

Innym rodzajem korzyści odczuwanych przez inwestora jest poczucie wkładu twórczego. Dzięki pozyskanemu finansowaniu start-upy wdrażają innowacje, tworząc coś nowego, a finansujący mogą mieć poczucie bycia siłą sprawczą danego przedsięwzięcia. Może mieć to także wpływ na zaspokojenie potrzeb altruistycznych, np. w sytuacji, gdy dzięki działalności spółki część społeczeństwa może zyskać usługi lub dobra poprawiające jakość życia (Sobol, 2014).

Dla części inwestorów crowdfunding niesie wartość w postaci rozrywki. Z pewnej perspektywy inwestowanie w spółki o podwyższonym ryzyku (a za takie uznaje się start-upy) może generować emocje podobne do tych, jakie odczuwają uczestnicy gier lub zakładów. W obu przypadkach wybór niesie za sobą wynik w postaci wygranej lub straty. Samemu oczekiwaniu na wynik towarzyszy pewnego rodzaju podekscytowanie, niezależnie od finalnego rezultatu inwestycji (Schwartz, 2015). Rozrywką dla inwestora może być monitorowanie działań spółki, śledzenie jej postępów czy choćby angażowanie się w interakcję inicjowaną przez spółkę, np. w ramach pytań w grupie dyskusyjnej lub testowania nowych produktów spółki.

Korzyści uczestnika kampanii mogą być także materialne, a ich popularnym przykładem są nagrody, przewidziane dla inwestorów w ramach tzw. pakietów inwestorskich. Zakres oraz rodzaj nagród jest najczęściej uzależniony od wysokości zainwestowanej kwoty w ramach przekraczania kolejnych progów, w myśl zasady „im więcej zainwestujesz, tym więcej otrzymasz". Charakter nagród ogólnie bywa powiązany

z działalnością przedsiębiorstwa lub mogą być to bezpośrednio wytwarzane przez nie produkty lub usługi. Tego typu prezenty, oprócz wartości użytkowej mogą posłużyć inwestorowi do publicznego identyfikowania się z przedsiębiorstwem w swoim otoczeniu. Szczególnie jeśli są to opatrzone logo przedmioty.

Głównym motywatorem przedsiębiorstwa skłaniającym je do wykorzystania crowdfundingu jest pozyskanie finansowania na potrzeby dalszego rozwoju. Wraz ze wzrostem liczby kampanii crowdfundingowych i możliwości analizy większej liczby przypadków zauważalne jest pojawienie się dodatkowych korzyści o charakterze niefinansowym. Są one identyfikowane nie tylko z perspektywy przedsiębiorstwa i inwestora, ale także w ich otoczeniu.

Skutecznie przeprowadzona kampania crowdfundingowa może wpłynąć na przedsiębiorstwa w szerokim zakresie. Efekty pozafinansowe identyfikowane są w różnych, istotnych dla spółek płaszczyznach, takich jak wizerunek, sprzedaż, działalność rozwojowa, struktura własnościowa czy relacje inwestorskie. Identyfikacja potencjalnych pozytywnych efektów crowdfundingu udziałowego jest bardzo istotna podczas budowania strategii kampanii crowdfundingowej, gdyż pozwala przygotować działania mogące wpłynąć na maksymalizację ich korzyści pozafinansowych.

W celu osiągnięcia sukcesu kampanii crowdfundingowej, oprócz przygotowania atrakcyjnej oferty i zadbania o właściwy sposób jej komunikowania, niezbędne jest zdiagnozowanie cech masowego inwestora, do którego przedsiębiorstwo będzie chciało z nią dotrzeć. Istotna jest znajomość jego charakterystyki, potrzeb i oczekiwanych korzyści pozafinansowych, gdyż stanowi to podstawę do identyfikacji możliwych do zastosowania zachęt, które wpływają na poprawę finansowego wyniku kampanii.

Spis wykorzystanej literatury

Belleflamme, P., Lambert, T. i Schwienbacher, A. (2014). Crowdfunding: Tapping the Right Crowd. *J. Bus. Venturing.* DOI:10.1016/j.jbusvent.2013.07.003

Belleflamme, P. i Peitz, M. (2019). Managing Competition in a Two-Sided Platform. *Journal of Economics & Management Strategy*, (28), 5-22. DOI:10.1111/jems.12311

Block, J. H., Colombo, M. G., Cumming, D. J. i Vismara, S. (2018). New Players in Entrepreneurial Finance and Why They Are There. *Small Business Economics*, (50), 239-250. DOI:10.1007/s11187-016-9826-6

British Business Bank. (2019). *Small Business Finance Markets Report 2019*. Pobrano 21 października 2022 z https://www.british-business-bank.co.uk/research/small-business-finance-markets-report-2019/

Brown, R., Mawson, S. i Rowe, A. (2019). Start-ups, Entrepreneurial Networks and Equity Crowdfunding: A Processual Perspective. *Industrial Marketing Management*, (80), 115-125. DOI:10.1016/j.indmarman.2018.02.003

Chesbrough, H. (2003). *Open Innovation: The New Imperative for Creating and Profiting, from Technology*. Boston: Harvard Business School Press.

Coakley, J. i Lazos, A. (2021). New Developments in Equity Crowdfunding: A Review. *Review of Corporate Finance*, *1*(3-4), 341-405. DOI:10.1561/114.00000008

Colombo, M. G., Franzoni, C. i Rossi-Lamastra, C. (2015). Internal Social Capital and the Attraction of Early Contributions in Crowdfunding. *Entrepreneurship Theory and Practice*, *39*(1), 75-100. DOI:10.1111/etap.12118

De Buysere, K., Gajda, O., Kleverlaan, R. i Marom, D. (2012). *A Framework for European Crowdfunding. Resource Document, European Crowdfunding Network*. Pobrano 20 października 2022 z http://eurocrowd.org/2012/10/29/european_crowdfunding_framework/

De Luca, V.V., Margherita, A. i Passiante, G. (2019). Crowdfunding: A Systemic Framework of Benefits. *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research*, *25*(6), 1321-1339. DOI:10.1108/IJEBR-11-2018-0755

Goethner, M., Luettig, S. i Regner, T. (2021). Crowdinvesting in Entrepreneurial Projects: Disentangling Patterns of Investor Behavior. *Small Bus Econ*, (57), 905-926. DOI:10.1007/s11187-020-00332-0

Gomez, J. M., Sandau, A., Sevimli, K., Schmitt, C. i Halberstadt, J. (2016). *Proof of Concept: Enterprise Crowdfunding* (The 9th international conference on information resources management, AISeL, Cape Town, Południowa Afryka). Pobrano 1 października 2022 z https://aisel.aisnet.org/cgi/viewcontent.cgi?article=1051&context=confirm2016

Gompers, P. A. i Lerner, J. (2004). *The Venture Capital Cycle* (2nd Edition). Cambridge: MIT Press.

Hui, J. S., Greenberg, M. D. i Gerber, E. M. (2014). *Understanding the Role of Community in Crowdfunding Work* (ACM Conference on Computer Supported Cooperative Work, CSCW, s. 62-74). DOI:10.1145/2531602.2531715

Kleinert, S., Volkmann, C. i Grünhagen, M. (2018). *Third-party Signals in Equity Crowdfunding: The Role of Prior Financing. Small Business Economics*. DOI:10.1007/s11187-018-0125-2

Kortum, S. i Lerner, J. (2000). *Does Venture Capital Spur Innovation?* (NBER Working Paper No. w6846). Pobrano z https://ssrn.com/abstract=227614

Lam, W. (2010). Funding Gap, What Funding Gap? Financial Bootstrapping: Supply, Demand and Creation of Entrepreneurial Finance. *International Journal of Entrepreneurial Behavior and Research*, *16*(4), 268-295. DOI:10.1108/13552551011054480

Lukkarinen, A., Teich, J. E. i Wallenius, H. (2016). Success Drivers of Online Equity Crowdfunding Campaigns. *Decision Support Systems*, (87), 26-38. DOI:10.1016/j.dss.2016.04.006

Majewski, P. (2020). Crowdfunding – cechy i typologia. *Gospodarka Narodowa. The Polish Journal of Economics*, *301*(1), 139-152. DOI:10.33119/GN/116618

McKenny, A.F., Allison, T. H, Ketchen, D. J., Short, J. C. i Ireland, R. D. (2017). How Should Crowdfunding Research Evolve? A Survey of the Entrepreneurship Theory and Practice Editorial Board. *Entrepreneurship Theory and Practice*, *41*(2), 291-304. DOI:10.1111%2Fetap.12269

Mollick, E. R. (2014). The Dynamics of Crowdfunding: An Exploratory Study. *Journal of Business Venturing*, (29), 1-16. DOI:10.1016/j.jbusvent.2013.06.005

Nash, R. M. i Beardsley, E. (2015). The Future of Finance, Part 3, The Rise of the New Shadow Bank. *Goldman Sachs Global Investment Research*.

Regulamin Alternatywnego Systemu Obrotu, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie (stan prawny na dzień 20.10.2022).

Schlueter, M. (2015). *Underlying Benefits and Drawbacks of Crowdfunding from the Perspective of Entrepreneurs in Germany* (5 th IBA Bachelor Thesis Conference). Holandia: Enschede. Pobrano 10 sierpnia 2022 z https://essay.utwente.nl/67409/1/Schlueter_BA_MB.pdf

Schwartz, A. (2015). The Nonfinancial Returns of Crowdfunding. *Review of Banking and Financial Law*, *34*(2), 565-580. Pobrano z https://ssrn.com/abstract=2649979

Schwienbacher, A. i Larralde, B. (2010). *Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures. Handbook of Entrepreneurial Finance.* Oxford University Press, Forthcoming. DOI:10.2139/ssrn.1699183

Sobol, A. (2014). Crowdfunding jako oddolne narzędzie realizacji zrównoważonego rozwoju. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania*, (37). *Gospodarka Regionalna i Międzynarodowa, t. 2*, 137-146.

Szczepański, K. (2013). Kształtowanie wizerunku (employer branding) jako sposób zwiększenia atrakcyjności pracodawcy w warunkach polskich. *Zeszyty Naukowe Politechniki Poznańskiej. Organizacja i Zarządzanie*, (61), 163-172. Pobrano 10 sierpnia 2023 z https://zeszyty.fem.put.poznan.pl/pdf-126777-54423?filename=Ksztaltowanie%20wizerunku.pdf

Terry, H. P., Schwartz, D. i Sun, T. (2015). The Future of Finance, Part 3, The Socialization of Finance. *Goldman Sachs Global Investment Research*.

Valančienė, L. i Jegelevičiūtė, S. (2013). Valuation of Crowdfunding: Benefits and Drawbacks. *Economics and Management*, *18*(1), 39-48. DOI:10.5755/j01.em.18.1.3713

Vismara, S. (2016). Equity Retention and Social Network Theory in Equity Crowdfunding. *Small Business Economics*, *46*(5), 579-590. DOI:10.1007/s11187-016-9710-4

Wachira, V. K. i Wachira, E. W. (2022). Equity Based Crowdfunding: Determinants of Successful Campaign: The Case of Crowdcube Platform in the United Kingdom. *Public Finance Quarterly*, *67*(1), 130-149. DOI:10.35551/PFQ_2022_1_8

Wald, A., Holmesland, M. i Efrat, K. (2019). It Is Not All About Money: Obtaining Additional Benefits Through Equity Crowdfunding. *Journal of Entrepreneurship and Innovation in Emerging Economies, Entrepreneurship Development Institute of India, 28*(2), 270-294. DOI:10.1177/0971355719851899

Wash, R. (2013). *The Value of Completing Crowdfunding Projects* (International AAAI Conference on Web and Social Media, s. 631-639). Pobrano 16 sierpnia 2022 z https://ojs.aaai.org/index.php/ICWSM/article/view/14388

Wicks, M. (2013). *Crowdfunding – an Introduction*. Blue Beetle Books. Pobrano 17 lipca 2022 z http://www.smallbusinesssuccess.ca/ebooks/prince_albert/pdfs/2013_CrowdFunding.pdf

5

Czy firmy po emisjach crowdfundingowych generują nadwyżki finansowe? Ocena zmian kondycji spółek przed kampanią i po niej

Ocena sytuacji finansowo-majątkowej spółki jest przeprowadzana przed kampanią crowdfundingową i w jej trakcie. Pierwszej, wstępnej oceny dokonuje platforma crowdfundingowa, która stosując różne metody, ocenia wiarygodność spółki i potencjał jej rozwoju. Na drugim poziomie, w trakcie trwania kampanii crowdfundingowej, analizy dokonują inwestorzy, korzystając z udostępnionych przez spółki dokumentów i informacji. Zasadne jest więc postawienie pytania, czy platformy crowdfundingowe dobrze oceniają prawidłowość podanych przez spółki informacji, potencjał spółek i przeciwdziałają oszustwom.

W tym rozdziale zaprezentowane są wyniki analizy sytuacji finansowo-majątkowej spółek po przeprowadzonych kampaniach crowdfundingowych, czyli po pozyskaniu dodatkowych kapitałów. Analizie poddano 59 spółek, które przeprowadziły łącznie 64 kampanie w okresie od 2012 do 2020 roku. Celem badania było sprawdzenie, jak zmieniła się sytuacja finansowo-majątkowa spółek po pozyskaniu dodatkowych kapitałów. Aby osiągnąć przyjęty cel, postawiono pytanie badawcze, czy kampania crowdfundingowa poprawia sytuację finansowo-majątkową spółki poprzez zwiększenie poziomu samofinansowania i wzrost wartości dodanej.

Zwrócenie uwagi na sytuację finansowo-majątkową spółek wynika z pomijania tego aspektu w badaniach dotyczących oceny kondycji spółek po przeprowadzonych kampaniach crowdfundingowych. Większość analiz dotyczy czynników, które wpływają na przebieg kampanii i ilość zebranego kapitału (szerzej w Brown i in., 2015; Shneor i in., 2020; Wachira i Wachira, 2022; Yasar, 2021). Rzadziej analizowana jest sytuacja spółek po przeprowadzonych kampaniach. W badaniach poświęconych funkcjonowaniu spółek po zakończonych kampaniach crowdfundingowych uwaga skupiona jest głównie na czynnikach, które wpływają na rozwój przedsiębiorstwa lub

jego bankructwo. Przykładowo Hornuf, Schmitt i Stenzhorn (2018) uwzględnili wpływ inwestycji funduszy venture capital przed emisją crowdfundingową i liczby dyrektorów zarządzających na prawdopodobieństwo bankructwa w okresie po zakończeniu kampanii. Badacze dowiedli, że udział funduszy venture capital we wczesnym stadium rozwoju spółki zwiększa ryzyko bankructwa, a liczba dyrektorów zarządzających je zmniejsza. Z kolei Reichenbach i Walther (2021) wykazali, że mniejsze ryzyko bankructwa związane jest z wykształceniem kadry zarządzającej (im wyższe, tym niższe ryzyko bankructwa) oraz częstym podawaniem informacji o prowadzonej działalności. Signori i Vismara (2018) wskazują na dwa dominujące czynniki zmniejszające prawdopodobieństwo bankructwa przedsiębiorstw. Mianowicie – na wiek przedsiębiorstwa (im starsze, tym niższe ryzyko) oraz generowanie przychodów przed kampanią crowdfundingową. Uzyskane wyniki są zgodne z rezultatami badania Cumminga, Meoliego i Vismary (2019), którzy skupili się na wpływie m.in. liczby patentów, prawa głosu z akcji i braku prawa głosu, wieku przedsiębiorstwa, a także doświadczeniu założyciela. Zarówno w przytoczonych powyżej, jak i w innych badaniach uwaga skupiona jest głównie na czynniku ludzkim i czynnikach zewnętrznych.

W tych badaniach celowo przyjęto wąskie postrzeganie czynników wpływających na prawdopodobieństwo bankructwa. Uwagę skupiono na czynnikach wewnętrznych, *stricte* zależnych od spółek, czyli uwzględniono zdolność do generowania przychodów i nadwyżek finansowych. W celu sprawdzenia, jak radzą sobie spółki po pozyskaniu dodatkowych kapitałów, wykluczono wpływ czynników pozafinansowych i analizy zorientowano na zdolność spółki do generowania środków pieniężnych. Innymi słowy, sprawdzono jak zostały wykorzystane nowe kapitały. W analizie wykorzystano dwa modele oceny zagrożenia bankructwem przedsiębiorstwa, wskaźniki rentowności, siłę finansowania i wartość dodaną netto generowaną dla właścicieli.

5.1
Próba badawcza

W Polsce od 2012 roku do czerwca 2022 roku 211 spółek przeprowadziło łącznie 251 emisji crowdfundingowych (Trzebiński, 2022). Ze względu na możliwość składania sprawozdań finansowych za rok 2021 do końca czerwca 2022 roku z analizy wykluczone zostały kampanie przeprowadzone w latach 2021 i 2022. Po nałożeniu tych warunków uzyskano grupę 111 spółek. W drugim kroku próbę badawczą oczyszczono ze spółek, które:

- nie upubliczniły sprawozdań finansowych z roku emisji i następnego roku – 55 spółek,
- ogłosiły upadłość – cztery spółki,
- zostały przejęte przez inną spółkę – jedna spółka.

Po zastosowaniu wszystkich warunków uzyskano próbę badawczą złożoną z 50 spółek, które przeprowadziły łącznie 52 emisje. Z tego dwie spółki przeprowadziły po dwie kampanie crowdfundingowe, a pozostałe spółki po jednej. Informacje finansowe spółek zostały pobrane z bazy EMIS i portalu finansowego prowadzonego przez Ministerstwo Sprawiedliwości (https://ekrs.ms.gov.pl/rdf/pd/search_df). Podstawowe parametry finansowe i wartości wskaźników dla danych z roku emisji przedstawiono w tab. 5.1.

Tabela 5.1. Charakterystyka próby badawczej

Parametr	Średnia	Wartość minimalna	Wartość maksymalna
Ile lat minęło od rejestracji spółki?	3	0	17
Aktywa ogółem	2 894,70 zł	77,20 zł	17 792,84 zł
Przychody ze sprzedaży	2 062,59 zł	0 zł	34 922,00 zł
EBIT	–13,51 zł	–2 626,24 zł	8 827,40 zł
Zysk netto	–104,79 zł	–3 038,26 zł	7 157,08 zł
Wartość księgowa kapitału własnego	392,34 zł	–66 466,00 zł	14 872,02 zł
ROA (%)	–0,36	–3,70	0,76
ROE (%)	–0,57	–6,41	1,53
ROS (%)	10,95	–40,62	469,52

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z bazy crowdfunding.ue.wroc.pl (stan na 30 czerwca 2022 roku).

Jak wynika z danych zawartych w tab. 5.1, z kampanii crowdfundingowych w badanej grupie korzystały młode spółki. 14 z nich zostało utworzonych w roku emisji (w przypadku przekształcenia w inną formę prawną przyjęto datę rejestracji pierwotnej spółki), 15 zdecydowało się na emisję w pierwszym roku działalności, 10 zaś w drugim roku. Pozostałe 13 spółek skorzystało z crowdfundingu w trzecim i wyższym roku działalności. 43 spółki wygenerowały przychody ze sprzedaży, natomiast 7 spółek nie miało żadnych przychodów ze sprzedaży. Dodatnie kapitały własne wykazało 45 spółek, a ujemne 5 spółek. Szczegółowe dane kampanii uwzględnionych w badaniu zawarto w aneksie do niniejszego rozdziału.

Metoda badawcza

Ocenę zmian w sytuacji finansowo-majątkowej spółek przeprowadzono z wykorzystaniem dwóch podejść. W pierwszym wykorzystano dwa modele dyskryminacyjne – model Mączyńskiej (Mączyńska i Zawadzki, 2006) i model Instytutu Nauk Ekonomicznych Polskiej Akademii Nauk (INE PAN) (Zielińska-Sitkiewicz, 2016). Drugi oparto na analizie sprawozdań finansowych, w szczególności na oszacowaniu wskaźników rentowności, siły samofinansowania oraz wartości dodanej tworzonej dla właścicieli.

Z wielu dostępnych modeli dyskryminacyjnych (szerzej w m.in. Mikołajewicz i Nowicki, 2021), które zostały opracowane w celu określania prawdopodobieństwa bankructwa przedsiębiorstw, zostały wybrane dwa, które najbardziej różnią się od siebie i obejmują różne parametry finansowe. I tak model Mączyńskiej (2006) ma postać:

$$Z = 1{,}50\,x_1 + 0{,}08\,x_2 + 10{,}00\,x_3 + 5{,}00\,x_4 + 0{,}30\,x_5 + 0{,}10\,x_6, \quad (1)$$

gdzie: x_1 – (wynik brutto + amortyzacja) / zobowiązania i rezerwy na zobowiązania, x_2 – aktywa / zobowiązania i rezerwy na zobowiązania, x_3 – wynik brutto / aktywa razem, x_4 – wynik brutto / przychody ze sprzedaży, x_5 – zapasy / przychody ze sprzedaży, x_6 – przychody ze sprzedaży / aktywa razem.

Firmę uważa się za zagrożoną upadłością, gdy wartość $Z < 0$; słabą, ale niezagrożoną upadłością, gdy $0 < Z < 1$; o dobrej sytuacji, gdy $1 \leq Z < 2$, o bardzo dobrej sytuacji finansowej zaś, gdy $Z \geq 2$.

Model ten został wybrany ze względu na odnoszenie się do aspektów sytuacji finansowej przedsiębiorstw bez względu na prowadzony przez nie rodzaj działalności. Uwagę skupiono również na efektach finansowych prowadzonej działalności. I tak w modelu Mączyńskiej uwzględniono przede wszystkim wynik brutto, przychody ze sprzedaży oraz aktywa obrotowe i trwałe.

Drugim wybranym modelem jest model Instytutu Nauk Ekonomicznych Polskiej Akademii Nauk (za Zielińska-Sitkiewicz, 2016), w którym przedsiębiorstwa dzielone są na zagrożone i niezagrożone upadłością, odpowiednio dla $Z < 0$ i $Z > 0$. Model INE PAN jest wyrażony następującym równaniem:

$$Z = -1{,}498 + 9{,}498\,x_1 + 3{,}566\,x_2 + 2{,}903\,x_3 + 0{,}452\,x_4, \quad (2)$$

gdzie: x_1 – wynik operacyjny / aktywa razem, x_2 – kapitał własny / aktywa razem, x_3 – (wynik netto + amortyzacja) / zobowiązania i rezerwy na zobowiązania, x_4 – aktywa obrotowe / zobowiązania krótkoterminowe.

Z kolei w modelu INE PAN akcent położony jest na ocenę efektów działalności operacyjnej przedsiębiorstwa. Pod uwagę brany jest poziom kapitałów własnych i wysokość zobowiązań przedsiębiorstwa. Ze wskaźników rentowności wykorzystano powszechnie stosowane wskaźniki rentowności aktywów, kapitałów własnych i sprzedaży. Ponieważ większość badanych spółek nie sporządza rachunku przepływów pieniężnych, do oceny płynności finansowej wykorzystano siłę finansowania opartą na nadwyżce finansowej, którą na potrzeby badania zdefiniowano jako sumę zysku netto i amortyzacji. Nadwyżka finansowa stanowi źródło gotówki, która pokrywa wydatki finansowe i inwestycyjne (Mikołajewicz i Nowicki, 2021). Uwzględniając fakt, że badane przedsiębiorstwa korzystają z crowdfundingu w celu pozyskania środków na własny rozwój, do określenia siły samofinansowania został wykorzystany wskaźnik nadwyżki finansowej do przychodów ze sprzedaży (Mikołajewicz i Nowicki, 2021):

Siła samofinansowania = nadwyżka finansowa / przychody ze sprzedaży. (3)

Wartość tego wskaźnika informuje, ile nadwyżki finansowej przypada na złotówkę przychodów.

Kolejnym wykorzystanym wskaźnikiem jest wartość dodana netto generowana dla właścicieli. Wartość dodana netto jest różnicą między przychodami ze sprzedaży a kosztami zakupu materiałów i usług oraz amortyzacją. Sama wartość dodana netto nie ma zbyt dużej mocy informacyjnej. Dlatego też w analizach wykorzystano dwa wskaźniki oparte na wartości dodanej netto (Marcinkowska, 2012). Pierwszym z nich jest wskaźnik struktury ekonomicznej, czyli stosunek zysku do wartości dodanej:

$$\textit{Wskaźnik struktury ekonomicznej} = \textit{zysk netto / wartość dodana netto}. \quad (4)$$

Wskaźnik ten pokazuje siłę zależności przedsiębiorstwa od posiadanego kapitału i sposobu zarządzania (Haller i Stolowy, 1998). Im wyższa wartość wskaźnika, tym lepiej zarządzane jest przedsiębiorstwo, co wynika ze źródła tworzenia wartości dodanej. W tym wskaźniku wykorzystywane są przychody ze sprzedaży usług lub wytworzonych produktów, czyli brana jest pod uwagę sprzedaż, która wygenerowała przychody dla przedsiębiorstwa. Drugim jest wskaźnik rozwoju przedsiębiorstwa, który oblicza się, porównując wartość dodaną netto z roku *t* pomniejszoną o wartość dodaną netto z roku *t*–1 do wartości dodanej netto z roku *t*:

$$\textit{Wskaźnik rozwoju przedsiębiorstwa} = \textit{kwota zmiany wartości dodanej / wartość dodana netto}. \quad (5)$$

Ten wskaźnik jest z kolei wykorzystywany do określenia tempa zmian rozwoju przedsiębiorstwa (Haller i Stolowy, 1998). Wykorzystano go do sprawdzenia, czy przedsiębiorstwo rozwija się w wyniku zwiększania przychodów, czyli efektów podejmowanych przez zarządzających decyzji odnośnie do m.in. ulokowania środków z przeprowadzonych kampanii crowdfundingowych.

Podsumowując, należy stwierdzić, że na podstawie wyników szacowania modeli dyskryminacyjnych możliwe jest wskazanie, jak zmieniła się sytuacja finansowo-majątkowa spółki. Z kolei na podstawie wartości siły samofinansowania, wskaźnika struktury ekonomicznej i wskaźnika rozwoju przedsiębiorstwa możliwe jest określenie siły i kierunku zmian w kondycji spółek, które miały miejsce rok i dwa lata po przeprowadzonej emisji crowdfundingowej.

5.2

Wpływ przeprowadzonej kampanii crowdfundingowej na sytuację finansowo-majątkową spółek

Należy przyjąć, że pozyskanie nowych środków będzie miało pozytywny wpływ na sytuację finansowo-majątkową spółek. Wartości uzyskane dla modelu Mączyńskiej wskazują, że w roku emisji aż 31 spółek (60% wszystkich badanych) było zagrożo-

nych upadłością, 3 spółki (6%) były w słabej, ale niezagrożonej upadłością sytuacji, natomiast 10 spółek (19%) w dobrej i bardzo dobrej sytuacji (szczegółowe wyniki przeprowadzonych analiz zawarte są w aneksie). Z kolei drugi model (INE PAN) wskazuje, że ponad połowa badanych spółek (30 podmiotów; 58% wszystkich) miała złą sytuację i 21 spółek miało dobrą sytuację finansową. Oba modele jednocześnie wskazują 23 spółki zagrożone upadłością i 11 spółek o dobrej sytuacji finansowej. W pierwszym roku po przeprowadzonej kampanii crowdfundingowej wyniki szacowania modelu Mączyńskiej pozwalają na wytypowanie 27 spółek (52%) o złej sytuacji, z czego 19 spółek jest wskazanych po raz drugi, w przypadku 5 spółek zaś nastąpiła zmiana wskazania – z dobrej sytuacji na zagrożenie upadłością. Z kolei 4 spółki (8%) charakteryzowały się słabą sytuacją finansową oraz 15 spółek (29%) dobrą i bardzo dobrą. Natomiast szacowanie modelu INE PAN wskazuje na złą sytuację 26 spółek (51%), z czego dla 23 jest to brak zmiany w stosunku do roku emisji, dla trzech spółek zaś oznacza pogorszenie sytuacji. Dobrą sytuację wykazano dla 25 spółek (49%), a dla jednej nie ma możliwości oszacowania modelu.

Tabela 5.2. Wskazania modeli dyskryminacyjnych

Ocena sytuacji spółki	Model Mączyńskiej w roku emisji	Model Mączyńskiej w pierwszym roku po emisji	Model INE PAN w roku emisji	Model INE PAN w pierwszym roku po emisji
Zagrożenie upadłością	31	27	30	26
Słaba sytuacja, ale brak zagrożenia bankructwem	3	4	nie dotyczy	nie dotyczy
Dobra i bardzo dobra sytuacja	10	15	21	25
Brak możliwości oszacowania	8	6	1	1

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ze sprawozdań finansowych poszczególnych spółek.

Inne istotne informacje o sytuacji spółek dostarczają wskaźniki rentowności. Wskaźniki rentowności aktywów były dodatnie dla 12 spółek (23% wszystkich badanych), rentowności kapitałów dla 11 spółek (21%), a rentowności sprzedaży dla 18 spółek (35%). Warto dodać, że dla 11 spółek wszystkie wskaźniki rentowności są dodatnie. Ujemne wartości wskaźnika rentowności aktywów wykazano dla 40 spółek, wskaźnika rentowności kapitałów własnych dla 41 spółek i wskaźnika rentowności sprzedaży dla 34 spółek. Dobrym sygnałem jest to, że w kolejnym roku liczba spółek, dla których wartości wskaźników rentowności były dodatnie, zwiększyła się. Mianowicie rentowność aktywów była dodatnia dla 16 spółek (31%), rentowność kapitałów własnych dla 15 spółek (29%), a rentowność sprzedaży dla 20 spółek (38%). Ujemne wartości wykazano odpowiednio dla 36, 37 i 32 spółek. W przypadku sześciu spółek

nastąpiła zmiana wartości wskaźników rentowności aktywów z wartości dodatniej na ujemną. Natomiast dla innych 11 spółek zmiana miała odwrotny kierunek – z wartości ujemnej na dodatnią. Z kolei zmiana z wartości dodatniej na ujemną dla rentowności kapitałów własnych i rentowności sprzedaży dotyczyła – odpowiednio – 5 i 7 spółek. W drugą stronę zmiana dotyczyła – odpowiednio – 10 spółek.

Tabela 5.3. Liczba spółek z ujemnymi i dodatnimi wartościami wskaźników rentowności

Wskaźnik rentowności		Rentowność aktywów	Rentowność kapitałów	Rentowność sprzedaży
Rok emisji	Wartość dodatnia	12	11	18
	Wartość ujemna	40	41	34
Pierwszy rok po emisji	Wartość dodatnia	16	15	20
	Wartość ujemna	36	37	32
	Zmiana wartości dodatniej na ujemną	6	5	7
	Zmiana wartości z ujemnej na dodatnią	11	10	10

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ze sprawozdań finansowych poszczególnych spółek.

Wykorzystując kolejny wskaźnik, czyli siłę samofinansowania, można sprawdzić, jaka część przychodu zostaje w spółce. Aby mieć środki na rozwój przedsiębiorstwa, zaleca się, aby ten wskaźnik był dodatni i zwiększał się z okresu na okres. W przypadku badanych spółek wskaźnik ten był dodatni w roku emisji dla 14 spółek i ujemny dla 32. Dla pozostałych sześciu spółek nie można wyliczyć tego wskaźnika, ponieważ nie uzyskały one przychodów ze sprzedaży. W kolejnym roku liczba spółek z dodatnią wartością siły samofinansowania zwiększyła się do 14 podmiotów, nieznacznie zwiększyła się również liczba podmiotów z ujemną wartością – do 33. Nadal pięć spółek nie wykazywało przychodów ze sprzedaży. Dodatkowo dla ośmiu spółek nastąpiła zmiana wartości siły samofinansowania – z wartości ujemnej na dodatnią. Z kolei dla sześciu spółek nastąpiła zmiana z wartości dodatniej na ujemną.

Wartość dodaną powyżej zera odnotowano dla 42 podmiotów, co świadczy o uzyskiwaniu przez spółki przychodów netto (przychody ze sprzedaży pomniejszone o koszty zakupu materiałów i usług oraz amortyzację). Natomiast w kolejnym roku liczba spółek z dodatnią wartością dodaną wzrosła do 46. Uzyskiwanie przez tak dużą liczbę spółek przychodów ze sprzedaży netto nie przekłada się na wartości wskaźników struktury ekonomicznej. Innymi słowy, różnego rodzaju koszty obniżają wypracowany przychód ze sprzedaży. Znajduje to odzwierciedlenie w liczbie spółek, dla których wartość wskaźnika struktury ekonomicznej (relacja zysku netto do wartości dodanej) jest powyżej zera. Takich spółek w roku emisji i w kolejnym roku było

Tabela 5.4. Liczba spółek z ujemnymi i dodatnimi wartościami siły samofinansowania, wskaźnika struktury ekonomicznej i wskaźnika rozwoju przedsiębiorstwa

Wskaźnik rentowności		Siła samofinansowania	Wskaźnik struktury ekonomicznej	Wskaźnik rozwoju przedsiębiorstwa
Rok emisji	wartość dodatnia	10	14	nie dotyczy
	wartość ujemna	32	34	nie dotyczy
	brak możliwości oszacowania	6	14	nie dotyczy
Pierwszy rok po emisji	wartość dodatnia	14	14	36
	wartość ujemna	33	37	12
	zmiana wartości dodatniej na ujemną	8	6	nie dotyczy
	zmiana wartości z ujemnej na dodatnią	6	8	nie dotyczy
	brak możliwości oszacowania	5	10	4

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ze sprawozdań finansowych poszczególnych spółek.

po 14 (27%). Obniżenie wartości wskaźnika struktury ekonomicznej z dodatniej na ujemną miało miejsce w przypadku sześciu spółek, a dla ośmiu było odwrotnie.

Ostatnim wykorzystanym wskaźnikiem w analizie jest wskaźnik rozwoju przedsiębiorstwa, który jest relacją kwoty zmiany wartości dodanej do wartości dodanej netto. Wskazuje on na poziom rozwoju przedsiębiorstwa. Ze względu na konstrukcję tego wskaźnika możliwe jest oszacowanie jego wartości tylko dla pierwszego roku po roku przeprowadzenia emisji. Wskaźnik ten był dodatni dla 36 spółek (69%), poniżej zera dla 12 (23%) i dla czterech nie ma możliwości obliczenia jego wartości (wartość dodana dla tych spółek w każdym przypadku jest równa 0 zł, ze względu na brak przychodów ze sprzedaży w roku emisji).

5.3
Podsumowanie

Celem przeprowadzonego badania było sprawdzenie, jak zmieniła się sytuacja finansowo-majątkowa spółek, które pozyskały kapitały na drodze kampanii crowdfundingowej. Aby osiągnąć cel, zostały wykorzystane dwa modele dyskryminacyjne i kilka wskaźników, które powszechnie wykorzystywane są do oceny sytuacji spółek.

Z przeprowadzonych analiz wynika, że pozyskanie nowych kapitałów przez spółki przekłada się na poprawę ich sytuacji finansowo-majątkowej. Świadczą o tym zmiany wartości wskaźników i wyniki szacowania modeli prawdopodobieństwa bankructwa przedsiębiorstwa. Zwiększyła się liczba spółek, dla których model Mączyńskiej i model INE PAN wskazują na dobrą i niezagrożoną bankructwem sytuację. Zwiększyła się także liczba spółek, dla których wartości wskaźników rentowności (aktywów, kapitałów własnych i sprzedaży) są dodatnie, co świadczy o polepszającej się sytuacji spółek. Z kolei liczba spółek z dodatnim wskaźnikiem poziomu samofinansowania wzrasta z 10 do 14, co należy uznać za średni wynik. Pomimo pozyskania dodatkowych kapitałów ponad 60% spółek nie generuje nadwyżki finansowej, z czego połowa są to spółki założone w roku emisji i z jednorocznym stażem działalności. Oznacza to, że co trzecia spółka z badanej grupy nie uzyskała dodatniej nadwyżki finansowej w roku po przeprowadzonej emisji. Zbliżone rezultaty uzyskano dla wskaźnika struktury ekonomicznej, czyli stosunku zysku netto do wartości dodanej netto. Wynika z tego, że w co trzeciej spółce sposób zarządzania przekłada się na generowanie zysku finansowego, a w 33 spółkach nie (brak zysku netto w pierwszym roku po kampanii). O czym to świadczy? Że spółki potrzebują dłuższego niż jeden rok okresu po przeprowadzeniu kampanii crowdfundingowej na wprowadzenie wszystkich zaplanowanych modyfikacji, zmian czy poszerzenia prowadzonej działalności. Warto zwrócić uwagę, że żadna z badanych spółek w tym badaniu nie planuje ogłosić bankructwa, nie jest w stanie układu z wierzycielami i wciąż prowadzi działalność. Pozytywnie zaskakuje także niewielka liczba bankructw ogłoszonych przez inne spółki. Od 2012 roku, czyli roku przeprowadzenia pierwszej emisji crowdfundingowej w Polsce, do połowy 2022 roku zlikwidowano zaledwie cztery spółki.

Istotne informacje niesie ze sobą ostatni wskaźnik – rozwój przedsiębiorstwa. Wskaźnik ten jest dodatni dla 36 spółek. Innymi słowy, dwie na trzy spółki rozwinęły się po przeprowadzonej kampanii crowdfundingowej. Co interesujące, z tych 36 spółek aż 25 są to spółki ze stażem do dwóch lat.

Podsumowując przeprowadzone analizy, należy stwierdzić, że pozyskanie dodatkowych kapitałów w drodze crowdfundingu udziałowego pozytywnie wpływa na rozwój spółek. Przedsiębiorstwa pozyskują nie tylko nowe środki, które mogą przeznaczyć na własny rozwój, ale także zyskują wiele korzyści pozafinansowych, takich jak m.in. ambasadorowie marki, promocja marki czy nowi klienci.

Aneks

Tabela 1. Liczba emisji z podziałem na lata i branże

Nazwa spółki	Rok emisji	Branża	Nazwa spółki	Rok emisji	Branża
1	2	3	4	5	6
ACR System	2017	inne	Iron Wolf Studio	2019	gaming
Atomic Jelly	2019	gaming	Mazaska	2017	aplikacje mobilne, e-commerce, IT
Beesfund (2 emisja)	2018	usługi finansowe	Mazurska Manufaktura	2019	alkohole rzemieślnicze
Bivrost	2017	inne	Mc2	2019	aplikacje mobilne, e-commerce, IT
Blinkcity	2018	rozrywka	Medfood	2019	żywność
Bloomga	2019	inne	Medical Continence System	2019	medycyna
Browar Brodacz	2019	alkohole rzemieślnicze	Migam „RKPK"	2019	aplikacje mobilne, e-commerce, IT
Browar Brokreacja	2019	alkohole rzemieślnicze	Ogen	2019	medycyna
Browar Jastrzębie	2019	alkohole rzemieślnicze	Pelixar	2019	aplikacje mobilne, e-commerce, IT
City inspire	2017	rozrywka	Pentacle	2019	gaming
Crowdangels	2015	usługi finansowe	Pinta	2019	alkohole rzemieślnicze
Detalion Games	2020	gaming	Polyslash	2019	gaming
Disco	2017	rozrywka	Pora na pola	2019	żywność
Doctor Brew	2018	alkohole rzemieślnicze	Punch punk (2 emisja)	2020	gaming
Drago Entertainment	2019	gaming	Real food	2019	żywność
Drago Entertainment (2 emisja)	2020	gaming	Red Dev Studio	2017	gaming
Dr Barbara	2016	aplikacje mobilne, e-commerce, IT	SatRevolution	2019	inne
Duality	2019	inne	Scroot	2019	inne
Edred	2018	żywność	Stara Mleczarnia	2018	żywność

1	2	3	4	5	6
Edred (2 emisja)	2020	żywność	Sunday Energy	2020	inne
Escola	2019	aplikacje mobilne, e-commerce, IT	Super food	2016	żywność
Etno	2018	żywność	Taketask	2017	aplikacje mobilne, e-commerce, IT
Genxone	2020	medycyna	Toruński klub piłkarski	2019	rozrywka
Guns & Tuxedos	2019	odzież i dodatki	Towarzystwo biznesowe	2016	usługi finansowe
Hop city	2017	inne	Ubirds	2016	aplikacje mobilne, e-commerce, IT
Incuvo	2020	gaming	Wisła Kraków	2019	rozrywka

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ze sprawozdań finansowych poszczególnych spółek i bazy „Platforma emisji crowdfundingowych" (crowdfunding.ue.wroc.pl).

Tabela 2. Okresy od kampanii crowdfundingowej, daty zarejestrowania spółek i rezultaty szacowania modeli prawdopodobieństwa bankructwa przedsiębiorstwa

Nazwa spółki	Liczba lat od emisji	Rok rejestracji	Model Mączyńskiej w roku emisji	Model Mączyńskiej w pierwszym roku po emisji	Model INE PAN w roku emisji	Model INE PAN w pierwszym roku po emisji
1	2	3	4	5	6	7
ACR System	0	2017	–62,61	–29,38	–14,20	–9,41
Atomic Jelly	0	2019	10,58	14,42	101,82	127,73
Beesfund (2. emisja)	6	2018	–20,05	–15,82	–26,36	–23,44
Bivrost	2	2017	–126,75	–22,51	–38,67	–2,03
Blinkcity	2	2018	5,20	1,20	4,48	0,92
Bloomga	4	2019	–44,96	2,09	–7,07	1,17
Browar Brodacz	1	2019	–11,91	–15,97	–9,46	–12,14
Browar Brokreacja	0	2019	–190,52	–1316,38	–6,63	–0,38
Browar Jastrzębie	2	2019	–14,63	–11,41	–1,28	–1,74
City inspire	6	2017	–488,68	–34,00	–33,45	–16,81
Crowdangels	2	2015	–40,72	0,23	–15,92	1,57
Detalion Games	1	2020	–9,21	–4,48	–3,05	–0,83
Disco	0	2017	–17,44	–15,85	–9,22	–9,56
Doctor Brew	5	2018	–5,13	–6,86	–2,75	–3,46
Drago Entertainment	16	2019	5,28	–7,83	7,90	3,07
Drago Entertainment (2. emisja)	17	2020	–7,83	12,42	3,07	16,25
Dr Barbara	3	2016	10,10	2,35	12,41	4,49

Duality	1	2019	2,73	8,58	64,33	16,45
Edred	0	2018	brak danych	brak danych	–0,28	6,47
Edred (2. emisja)	2	2020	brak danych	–11,64	6,47	–12,08
Escola	2	2019	0,65	4,42	3,22	7,36
Etno	2	2018	–39,65	–6,23	1,01	0,24
Genxone	2	2020	12,10	12,05	16,59	15,79
Guns & Tuxedos	1	2019	–9,33	0,34	–5,45	–0,05
Hop city	0	2017	–23,49	–31,71	–14,23	–27,85
Incuvo	4	2020	1,16	–0,66	3,55	–0,12
Iron Wolf Studio	2	2019	–5,77	13,73	20,07	89,82
Mazaska	0	2017	–0,21	–9,90	13,49	0,91
Mazurska Manufaktura	0	2019	brak danych	3,04	–1,85	4,69
Mc2	1	2019	–1,41	0,25	1,35	1,91
Medfood	1	2019	–6,43	–3,48	–4,97	–2,06
Medical Continence System	1	2019	brak danych	brak danych	–16,82	–5,11
Migam „RKPK"	1	2019	–5,26	0,67	brak danych	brak danych
Ogen	1	2019	–89,66	–9,86	–68,52	–7,88
Pelixar	1	2019	–21,05	1,32	–19,72	1,51
Pentacle	3	2019	–12,48	–13,24	–2,15	59,22
Pinta	0	2019	–9,60	brak danych	18,10	2,88
Polyslash	0	2019	–3,72	19,84	10,89	11,78
Pora na pola	0	2019	–7,78	–5,41	–6,24	–5,07

Aneks – tab. 2, cd.

1	2	3	4	5	6	7
Punch punk (2. emisja)	1	2020	0,80	–1,88	7,61	5,00
Real food	1	2019	39,35	brak danych	22,04	2,95
Red Dev Studio	1	2017	–101,30	1,70	–13,32	2,76
SatRevolution	3	2019	–14,02	–4,01	–3,20	–1,84
Scroot	1	2019	brak danych	brak danych	–24,36	–2,45
Stara Mleczarnia	1	2018	0,33	–0,50	–0,39	–1,05
Sunday Energy	5	2020	1,71	4,71	3,78	7,92
Super food	0	2016	brak danych	brak danych	4,39	10,01
Taketask	0	2017	brak danych	–6,25	2,31	–4,10
Toruński klub piłkarski	9	2019	–5,16	2,77	–10,79	–2,03
Towarzystwo biznesowe	0	2016	–8,43	–6,51	–5,27	–7,23
Ubirds	2	2016	brak danych	–195,73	–50,16	–75,18
Wisła Kraków	17	2019	6,10	–3,14	–14,35	–23,13

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ze sprawozdań finansowych poszczególnych spółek i bazy „Platforma emisji crowdfundingowych" (crowdfunding.ue.wroc.pl).

Tabela 3. Wartości wskaźników rentowności

Nazwa spółki	ROA	ROA+1	ROE	ROE+1	ROS	ROS+1
1	2	3	4	5	6	7
ACR System	–1,07	–0,62	–3,89	–1,50	–0,10	–0,21
Atomic Jelly	–0,03	–0,04	–0,03	–0,04	–7,86	–6,50
Beesfund (2. emisja)	–1,55	–1,38	–0,55	–0,54	–1,19	–2,70
Bivrost	–1,23	–0,08	–1,37	–2,36	–0,05	–0,22
Blinkcity	0,29	0,04	1,04	0,16	15,97	39,84
Bloomga	–0,53	–0,04	–0,98	–0,06	–0,12	–0,86
Browar Brodacz	–0,69	–0,88	–1,34	–2,61	–1,52	–0,79
Browar Brokreacja	–0,25	–0,10	–0,26	–0,19	–0,03	0,00
Browar Jastrzębie	–0,16	–0,16	–0,17	–0,20	–0,44	–0,54
City inspire	–2,41	–1,15	–6,41	–1,44	–0,01	–0,23
Crowdangels	–0,28	0,00	–0,29	0,00	–0,16	–78,79
Detalion Games	–0,23	–0,19	–0,25	–0,22	–1,20	–3,03
Disco	–0,62	–0,65	–1,87	–1,39	–0,62	–0,89
Doctor Brew	–0,29	–0,36	–0,73	–0,65	–2,34	–1,92
Drago Entertainment	0,15	–0,13	0,18	–0,13	3,69	–1,00
Drago Entertainment (2. emisja)	–0,13	0,44	–0,13	0,54	–1,00	3,20
Dr Barbara	0,76	0,12	1,53	0,41	3,33	61,99
Duality	–0,01	0,20	–0,01	0,22	–40,62	4,54
Edred	–0,01	–0,01	–0,05	–0,01	0,00	0,00
Edred (2. emisja)	–0,01	–0,88	–0,01	–11,38	0,00	–2,48
Escola	0,00	0,20	0,00	0,29	469,52	12,11
Etno	–0,16	–0,04	–0,53	–0,10	–0,13	–0,85
Genxone	0,40	0,35	0,48	0,41	2,86	2,66
Guns & Tuxedos	–0,44	0,00	–1,55	0,00	–1,26	1041,50
Hop city	–0,97	–2,14	–1,28	–2,26	–0,38	–0,56
Incuvo	0,02	–0,06	0,02	–0,14	34,99	–9,67
Iron Wolf Studio	–0,08	–0,02	–0,08	–0,02	–3,43	–8,80
Mazaska	–0,05	–0,13	–0,05	–0,14	–13,69	–3,78
Mazurska Manufaktura	–0,10	0,10	–0,50	0,15	0,00	7,72
Mc2	–0,06	–0,01	–0,07	–0,01	–5,97	–7,59

Aneks – tab. 3, cd.

1	2	3	4	5	6	7
Medfood	–0,32	–0,14	–2,34	–0,59	–1,77	–2,45
Medical Continence System	–0,31	–0,16	–0,31	–0,16	0,00	0,00
Migam „RKPK"	–0,26	0,02	–0,44	0,05	–2,65	33,34
Ogen	–1,84	–0,71	–2,02	–13,05	–0,12	–2,35
Pelixar	–0,81	0,02	–0,97	0,06	–1,13	8,04
Pentacle	–0,18	–0,08	–0,19	–0,08	–0,85	–2,62
Pinta	–0,01	0,01	–0,01	0,01	–0,43	0,00
Polyslash	–0,09	0,00	–0,10	0,01	–3,21	151,50
Pora na pola	–0,34	–0,39	–0,41	–1,07	–2,48	–5,40
Punch punk (2. emisja)	–0,01	–0,07	–0,01	–0,10	–29,99	–1,76
Real food	0,00	0,00	0,00	0,00	33,33	0,00
Red Dev Studio	–0,23	0,05	–0,24	0,09	–0,05	14,55
SatRevolution	–0,19	–0,08	–0,63	–1,19	–0,52	–1,70
Scroot	–0,34	–0,16	–0,35	–0,20	0,00	0,00
Stara Mleczarnia	0,02	–0,07	0,21	–1,21	91,31	–33,14
Sunday Energy	0,02	0,17	0,03	0,21	40,91	14,75
Super food	0,02	–0,02	0,02	–0,02	0,00	0,00
Taketask	0,00	–0,28	0,00	–1,54	0,00	–1,60
Toruński klub piłkarski	–0,43	0,19	–0,28	–0,21	–5,69	11,03
Towarzystwo biznesowe	–0,42	–0,52	–1,36	–5,73	–1,26	–5,70
Ubirds	–3,70	–5,67	–1,15	–1,16	0,00	–0,04
Wisła Kraków	0,48	–0,28	–0,09	–0,05	5,63	–8,58

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ze sprawozdań finansowych poszczególnych spółek.

Tabela 4. Wartości wskaźników finansowych

Nazwa spółki	Wskaźnik struktury ekonomicznej (zysk/ wartości dodanej)	Wskaźnik struktury ekonomicznej + 1	Wskaźnik rozwoju przedsiębiorstwa	Siła samofinansowania	Siła samofinansowania + 1
1	2	3	4	5	6
ACR System	–373,21	–14,88	0,98	–9,10	–4,01
Atomic Jelly	–0,13	–0,16	–0,03	–0,11	–0,10
Beesfund (2. emisja)	–0,84	–0,37	0,79	–0,84	–0,37
Bivrost	66,28	–5,13	1,15	–18,83	–4,39
Blinkcity	0,06	0,03	0,38	0,07	0,03
Bloomga	–8,42	–1,21	–1,38	–8,22	–1,13
Browar Brodacz	–0,68	–1,34	–0,63	–0,63	–1,21
Browar Brokreacja	–36,26	–263,04	–6,35	–36,26	–263,04
Browar Jastrzębie	–2,51	–1,86	0,24	–2,19	–1,86
City inspire	149,40	–4,46	1,06	–90,19	–4,29
Crowdangels	–6,23	–0,01	–0,36	–6,23	–0,01
Detalion Games	–0,83	–0,33	0,54	–0,83	–0,33
Disco	–1,68	–1,23	0,74	–1,56	–1,04
Doctor Brew	–0,53	–0,58	0,38	–0,23	–0,41
Drago Entertainment	0,28	–1,02	0,14	0,29	–0,97
Drago Entertainment (2. emisja)	–1,02	0,32	0,97	–0,97	0,32
Dr Barbara	0,34	0,02	0,89	0,41	0,02
Duality	–0,02	0,22	0,67	–0,02	0,22
Edred	brak danych	brak danych	brak danych	brak danych	brak danych

Aneks – tab. 4, cd.

1	2	3	4	5	6
Edred (2. emisja)	brak danych	–0,41	1,00	brak danych	–0,38
Escola	0,00	0,08	0,64	0,01	0,09
Etno	–7,57	–1,18	0,46	–7,57	–1,18
Genxone	0,35	0,40	0,09	0,36	0,43
Guns & Tuxedos	–0,79	0,00	0,57	–0,79	0,00
Hop city	–2,60	–1,87	0,88	–2,60	–1,73
Incuvo	0,03	–0,11	0,36	0,13	–0,04
Iron Wolf Studio	–0,29	–0,12	0,33	–0,29	–0,05
Mazaska	–0,07	–0,27	–0,66	–0,07	–0,24
Mazurska Manufaktura	195,38	0,13	1,00	brak danych	0,17
Mc2	–0,17	–0,13	–1,10	–0,17	–0,13
Medfood	–0,59	–0,43	–0,48	–0,53	–0,35
Medical Continence System	44,40	brak danych	brak danych	brak danych	brak danych
Migam „RKPK"	–0,38	0,03	0,28	–0,37	0,04
Ogen	–14,41	–0,47	0,93	–8,23	–0,34
Pelixar	–0,88	0,12	–0,06	–0,88	0,12
Pentacle	–1,18	–0,38	0,19	–1,18	–0,38
Pinta	–2,41	–9,85	7,27	–2,33	brak danych
Polyslash	–0,31	0,01	0,60	–0,31	0,01
Pora na pola	–0,40	–0,19	0,91	–0,40	–0,18
Punch punk (2. emisja)	–0,03	–0,58	–1,56	–0,03	–0,55
Real food	0,03	brak danych	brak danych	0,03	brak danych

Red Dev Studio	–21,25	0,07	0,99	–18,04	0,08
SatRevolution	–1,94	–0,59	0,80	–1,94	–0,59
Scroot	brak danych	brak danych	brak danych	brak danych	brak danych
Stara Mleczarnia	0,01	–0,03	0,72	0,02	–0,02
Sunday Energy	0,02	0,07	0,67	0,02	0,07
Super food	brak danych	brak danych	brak danych	brak danych	brak danych
Taketask	brak danych	–0,69	1,00	brak danych	–0,53
Toruński klub piłkarski	–0,18	0,09	–0,04	–0,18	0,09
Towarzystwo biznesowe	–0,80	–0,18	0,81	–0,78	–0,18
Ubirds	brak danych	–27,53	1,00	brak danych	–27,53
Wisła Kraków	0,18	–0,12	–0,22	0,21	–0,08

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ze sprawozdań finansowych poszczególnych spółek.

Spis wykorzystanej literatury

Brown, R., Mawson, S., Rowe, A. i Mason, C. (2015). Harnessing the Crowd: The Demand-Side Dynamics of Equity Crowdfunding in Nascent Entrepreneurial Ventures. *Working Papers in Responsible Banking & Finance,* (15).

Cumming, D., Meoli, M. i Vismara, S. (2019). Investors' Choices Between Cash and Voting Rights: Evidence from Dual-Class Equity Crowdfunding. *Research Policy*, *48*(8), 103740. https://doi.org/10.1016/j.respol.2019.01.014

Haller, A. i Stolowy, H. (1998). Value Added in Financial Accounting. A Comparative Study Between Germany And France. *Advances in International Accounting*, *11*(1), 23-51.

Hornuf, L., Schmitt, M. i Stenzhorn, E. (2018). Equity Crowdfunding in Germany and the United Kingdom: Follow-up Funding and Firm Failure. *Corporate Governance: An International Review*, *26*(5), 331-354. https://doi.org/10.1111/corg.12260

Marcinkowska, M. (2012). Sprawozdanie z wartości dodanej – przykład oceny wyników przedsiębiorstwa z perspektywy interesariuszy. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, (51), 335-347.

Mączyńska, E. i Zawadzki, M. (2006). Dyskryminacyjne modele predykcji bankructwa przedsiębiorstw. *Ekonomista,* (2), 205-235.

Mikołajewicz, G. i Nowicki, J. (red.). (2021). *Analiza finansowa przedsiębiorstwa z aspektami zrównoważonego rozwoju*. Poznań: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu.

Reichenbach, F. i Walther, M. (2021). Signals in Equity-Based Crowdfunding and Risk of Failure. *Financial Innovation*, *7*(54), 1-30.

Shneor, R., Zhao, L. i Flåten, B.-T. (red.). (2020). *Advances in Crowdfunding*. Springer International Publishing. Pobrano z https://link.springer.com/content/pdf/10.1007/978-3-030-46309-0.pdf https://doi.org/ 10.1007/978-3-030-46309-0

Signori, A. i Vismara, S. (2018). Does Success Bring Success? The Post-Offering Lives of Equity-Crowdfunded Firms. *Journal of Corporate Finance*, *50*, 575-591. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.10.018

Trzebiński, A. A. (2022). Jak zmniejszy się asymetria informacji na rynku crowdfundingu udziałowego w Polsce? *Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny*, *84*(3), 155-170.

Wachira, V. K. i Wachira, E. W. (2022). Equity Based Crowdfunding: Determinants of Successful Campaign: The Case of Crowdcube Platform in the United Kingdom. *Pénzügyi Szemle = Public Finance Quarterly*, *67*(1), 130-149. https://doi.org/10.35551/PFQ_2022_1_8

Yasar, B. (2021). The New Investment Landscape: Equity Crowdfunding. *Central Bank Review*, *21*(1), 1-16. https://doi.org/10.1016/j.cbrev.2021.01.001

Zielińska-Sitkiewicz, M. (2016). Zastosowanie metod wielowymiarowej analizy dyskryminacyjnej do prognozowania upadłości wybranych spółek sektora spożywczego. *Zeszyty Naukowe SGGW w Warszawie. Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej*, (113), 117-129.

6

Czynniki sukcesu crowdfundingu udziałowego

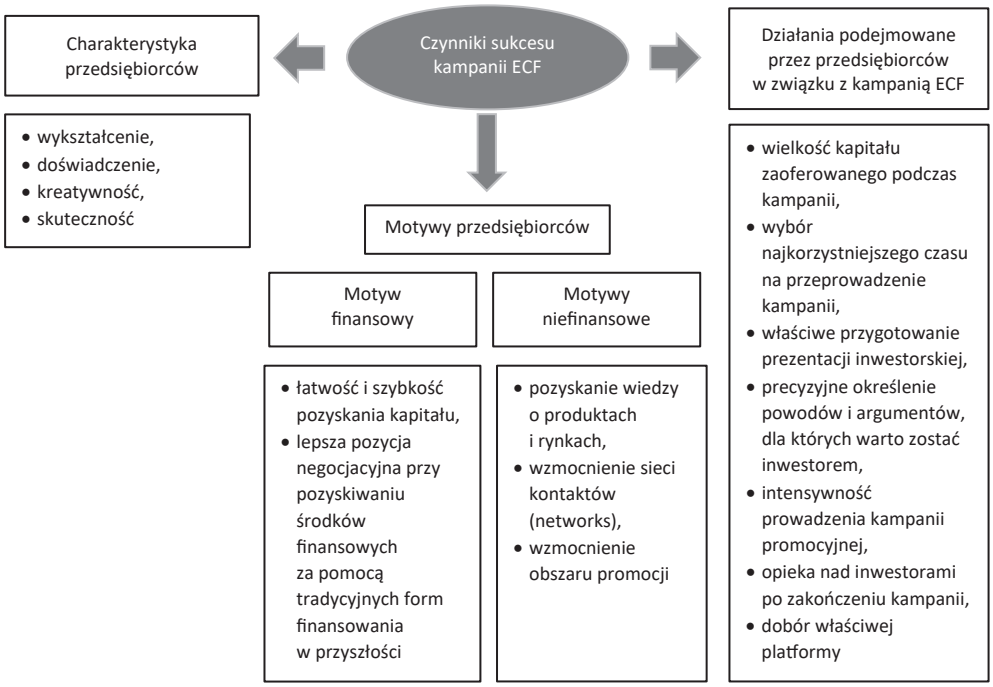
Celem niniejszego rozdziału jest analiza wyników badań własnych i ukazanie różnic między spółkami, które odniosły sukces w kampanii, a tymi, którym nie udało się zrealizować zaplanowanego celu finansowego. Przeprowadzona analiza dotyczy trzech obszarów, które w literaturze przedmiotu postrzegane są jako determinanty sukcesu kampanii equity crowdfundingu (ECF), tj.:

1) charakterystyki przedsiębiorców (Piva i Rossi-Lamastra, 2018; Troise i Tani, 2020);
2) motywów przedsiębiorców (Estrin i in., 2018; Di Pietro i in., 2018; Di Pietro, 2021; Troise i Tanni, 2020; Signori i Vismara, 2018; Hornuf i in., 2018):
   a) finansowego,
   b) niefinansowych,
3) działań podejmowanych przez przedsiębiorców w związku z prowadzoną kampanią ECF (Ahlers i in., 2015; Moritz i in., 2015; Polzin i in., 2015; Troise i Tanni, 2020; Vismara, 2016).

Szczegółowy opis wyróżnionych czynników sukcesu ECF zaprezentowano na rys. 6.1.

Badanie ankietowe wykorzystane w niniejszym rozdziale monografii przeprowadzono w ramach projektu badawczego pt. *Czynniki sukcesu kampanii crowdfundingu udziałowego oraz perspektywy jego rozwoju jako źródła finansowania działalności przedsiębiorstw w Polsce na tle doświadczeń wybranych państw*[1]. Niezbędne dane zgromadzono za pomocą sondażu ankietowego przeprowadzonego we współpracy z Centrum Badawczo-Rozwojowym Biostat Sp. z o.o., platformami Beesfund, Crowdway oraz FindFunds, a także dzięki bezpośredniemu kontaktowi z CEO dziesięciu spółek, w okresie od 24 września 2021 do 24 stycznia 2022 roku. Kwestionariusz ankietowy skierowano do przedstawicieli aktywnych firm, które pozyskały już środki

[1] Projekt finansowany w ramach programu Ministra Nauki i Szkolnictwa Wyższego pod nazwą „Regionalna Inicjatywa Doskonałości" w latach 2019-2022. Numer projektu 015/RID/2018/19, kwota finansowania: 10 721 040,00 zł.



Rys. 6.1. Czynniki sukcesu kampanii ECF

Źródło: opracowanie własne.

za pomocą crowdfundingu udziałowego na następujących platformach: Beesfund, FindFunds, Crowdangels, Crowdway, Crowd Dragons, CrowdConnect, Smartfunds (łącznie 80 firm). Zaproszenie do badania przyjęło 56 firm (response rate 70%), przy czym do analiz wykorzystano 55 prawidłowo wypełnionych kwestionariuszy. W przypadku 22 firm badanie przeprowadzono metodą CATI, podczas gdy w przypadku pozostałych podmiotów wykorzystano metodę CAWI.

Kwestionariusz ankietowy podzielono na trzy sekcje tematyczne:

A – Motywy pozyskiwania środków finansowych za pomocą crowdfundingu udziałowego;

B – Czynniki sukcesu lub niepowodzenia przy pozyskiwaniu środków finansowych za pomocą crowdfundingu udziałowego;

C – Ocena perspektyw rozwoju crowdfundingu udziałowego jako źródła finansowania działalności.

Ankieta zawierała ponadto siedem pytań o charakterze metryczkowym. Łącznie respondentom zadano 15 pytań zamkniętych lub częściowo otwartych. Sześć z nich wykorzystywało skalę Lickerta. Ankietowani proszeni byli o ocenę poziomu istotności: motywów, którymi kierowali się przy wyborze ECF jako źródła finansowania, nie-

dogodności związanych z ECF (część A), czynników mających wpływ na powodzenie kampanii (część B), jak również działań, które mogą przyczynić się do zwiększenia poziomu popularności/wykorzystywania ECF w Polsce (część C). W przypadku pozostałych dwóch pytań zadaniem respondentów było określenie swojego stosunku do podanych stwierdzeń (część C).

W tabeli 6.1 zaprezentowano wybrane cechy próby badawczej z podziałem na firmy, którym udało się z sukcesem zakończyć ostatnią kampanię ECF, oraz te, w przypadku których ostatnia kampania zakończyła się niepowodzeniem. Sukces kampanii oznacza osiągnięcie 100% lub więcej celu finansowego.

Tabela 6.1. Charakterystyka próby badawczej

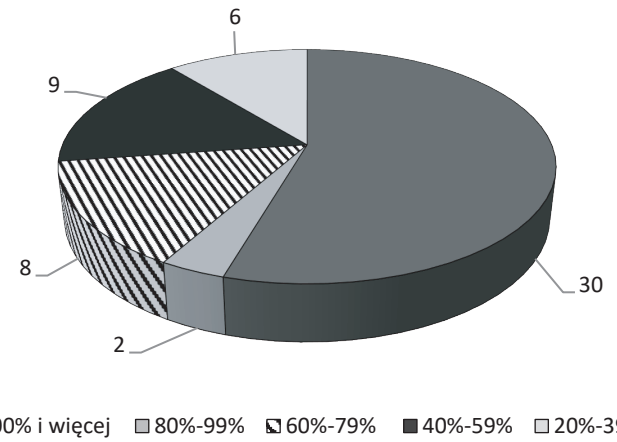
Charakterystyka	Ogółem (55 firm)	Firmy, którym udało się z sukcesem zakończyć ostatnią kampanię ECF (30 firm)	Firmy, którym nie udało się z sukcesem zakończyć ostatniej kampanii ECF (25 firm)
1. Forma prawna:			
spółka akcyjna	44	21	23
spółka komandytowo-akcyjna	1	1	0
spółka z o.o.	10	8	2
2. Czas istnienia przedsiębiorstwa:			
do roku	6	4	2
powyżej roku	49	26	23
3. Platforma, za pomocą której pozyskano środki finansowe w ostatniej kampanii:			
Beesfund	22	8	14
Crowdway	13	6	7
FindFunds	12	10	2
CrowdConnect	4	4	0
Smartfunds	2	1	1
Crowdangels	1	0	1

Źródło: opracowanie na podstawie badań własnych.

Odnosząc się do analizy platform, za pomocą których pozyskano środki finansowe w ostatniej kampanii, należy zauważyć, iż jedna z analizowanych spółek odmówiła odpowiedzi na to pytanie. Wśród pozostałych firm zdecydowanie dominował Beesfund (nieco ponad 40%). Znaczący udział miały także Crowdway (24,1%) oraz FindFunds (22,2%). Łączny udział pozostałych platform to 13%.

Na rysunku 6.2 zaprezentowano liczbę badanych spółek, w przypadku których udało się pozyskać 100% założonego celu finansowego w ostatniej przeprowadzonej

kampanii, na tle pozostałych spółek. Większość firm (niemal 55%) podczas ostatnio przeprowadzonej kampanii osiągnęło założony cel finansowy, podczas gdy kampanie 45% spółek zakończyły się niepowodzeniem.



Rys. 6.2. Liczba firm, które zadeklarowały osiągnięcie danego poziomu celu finansowego podczas ostatniej kampanii ECF

Źródło: opracowanie na podstawie badań własnych.

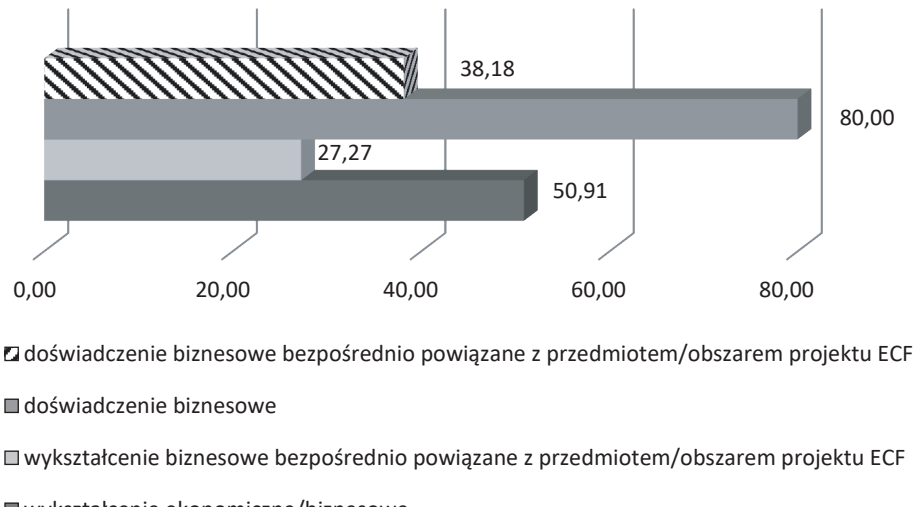
Należy zauważyć, że zdecydowana większość firm przeprowadziła do czasu badania ankietowego tylko jedną kampanię ECF (80%). Tylko osiem z badanych firm przeprowadziło do tego czasu dwie kampanie. Zdecydowanie większym doświadczeniem mogły się pochwalić tylko trzy badane spółki. Dwie z nich miały już doświadczenie w zakresie organizacji trzech kampanii ECF, podczas gdy jedna z firm przeprowadziła do czasu badania aż cztery kampanie.

Pierwsza z grup czynników wyróżnionych na rys. 6.1 odnosi się bezpośrednio do kapitału ludzkiego. Włączenie zagadnień związanych z kapitałem ludzkim do czynników sukcesu kampanii ECF wiąże się z teorią sygnalizacji (*signaling theory*) (Spence, 1973). Na podstawie teorii sygnalizacji przyjmuje się, że wykorzystując wiarygodne, jednoznaczne sygnały, przedsiębiorcy mogą przekazywać pozytywne informacje o swojej firmie i umożliwić tym samym inwestorom lepszą ocenę jakości dostępnych możliwości inwestycyjnych, co pomaga zniwelować zjawisko asymetrii informacji (Ahlers i in., 2015). Oczekuje się, że ułatwi to sukces crowdfundingu udziałowego (Ralcheva i Roosenboom, 2020).

W ślad za badaniami przeprowadzonymi przez autorki, takie jak: Piva i Rossi-Lamastra (2018), za pomocą kwestionariusza ankietowego zapytano założycieli/kadrę zarządzającą badanych spółek o posiadane wykształcenie oraz doświadczenie, które przeanalizowano w następujących kategoriach:

- wykształcenie ekonomiczne/biznesowe,
- wykształcenie biznesowe bezpośrednio powiązane z przedmiotem/obszarem projektu ECF,
- doświadczenie biznesowe,
- doświadczenie biznesowe bezpośrednio powiązane z przedmiotem/obszarem projektu ECF.

Otrzymane wyniki zostały zaprezentowane na rys. 6.3.



Rys. 6.3. Wykształcenie oraz doświadczenie posiadane przez założycieli/kadrę zarządzającą (w %, $N = 55$)

Źródło: opracowanie na podstawie badań własnych.

Analizując powiązanie wyników kampanii ECF z wykształceniem i doświadczeniem założycieli/kadry zarządzającej, szczególną uwagę należy zwrócić na posiadanie wykształcenia biznesowego bezpośrednio powiązanego z przedmiotem/obszarem projektu ECF. Podczas gdy najmniejszy odsetek firm wskazał, iż założyciele/kadra zarządzająca mają ten rodzaj wykształcenia (nieco ponad 27%), wyniki analiz wskazują, że to właśnie w przypadku wykształcenia biznesowego bezpośrednio powiązanego z przedmiotem/obszarem projektu występują największe różnice w odniesieniu do rezultatów kampanii ECF. W grupie firm, które odniosły sukces, znajduje się prawie 76% tych, w których respondenci wykazali, iż mają wykształcenie biznesowe bezpośrednio powiązane z przedmiotem/obszarem projektu ECF. Wśród firm, które zadeklarowały, że założyciele/kadra zarządzająca nie mają tego rodzaju wykształcenia, tylko 50% osiągnęło sukces (20 z 40 firm).

Jako kolejny z analizowanych rodzajów wykształcenia i doświadczenia, który również wykazuje pewne zróżnicowanie w odniesieniu do osiągniętych rezultatów kampanii ECF, jawi się doświadczenie biznesowe bezpośrednio powiązane z przedmiotem/obszarem projektu ECF. Warto zauważyć, iż podobnie jak w przypadku wykształcenia biznesowego bezpośrednio powiązanego z przedmiotem/obszarem projektu ECF niewiele firm wskazało, że ich założyciele/kadra zarządzająca mają ten rodzaj doświadczenia. Jednocześnie posiadanie tego doświadczenia wykazało aż 61,6% firm, które odniosły sukces. Analogicznie do opisywanego powyżej wykształcenia biznesowego bezpośrednio powiązanego z przedmiotem/obszarem projektu ECF wśród firm, które zadeklarowały, że założyciele/kadra zarządzająca nie ma tego rodzaju doświadczenia, tylko 50% uzyskało sukces (17 z 34 firm).

Badając cechy przedsiębiorców, ankietowanych poproszono także o określenie swojego stosunku do stwierdzenia: „uważamy, że jako przedsiębiorcy jesteśmy kreatywni i z sukcesem tworzymy nowe produkty" (P5.4). Aż 47 badanych firm zadeklarowało, iż zgadza się z tym stwierdzeniem (odpowiedzi „zgadzam się" i „zdecydowanie się zgadzam"), z czego 33 firmy wskazały, iż zdecydowanie się zgadza. Analiza wyników uzyskanych w ramach ostatnio przeprowadzonej kampanii wykazała, że wśród tych 47 podmiotów 55% odniosło sukces. Odsetek firm, którym udało się pozyskać 100% lub więcej zaplanowanego celu finansowego i które jednocześnie zadeklarowały, iż nie zgadzają się z przytoczonym stwierdzeniem, ukształtował się z kolei na poziomie 50% (4 z 8 firm). Należy zauważyć, że poziom kreatywności i skuteczności przedsiębiorców w badaniu ankietowym wykorzystanym do analiz badano jedynie w sposób deklaratywny. Wydaje się zatem, iż zasadne będzie przeprowadzenie pogłębionych badań w tym obszarze, wprowadzając także obiektywne mierniki kreatywności oraz skuteczności działań podejmowanych przez kadrę zarządzającą.

Jak pokazano na rys. 6.1, kolejną przyjętą do analizy grupę czynników determinujących sukces kampanii stanowią motywy, jakimi kierują się przedsiębiorcy, podejmując decyzję o wykorzystaniu kampanii ECF przy pozyskaniu źródeł finansowania. Motywy te można podzielić na dwie grupy główne, tj. motyw finansowy oraz motywy pozafinansowe. Przesłanki finansowe wynikają z faktu, iż ECF postrzegany jest jako łatwy i szybki sposób pozyskania kapitału, a także wiąże się z lepszą pozycją negocjacyjną, a przez to większą szansą na pozyskanie środków finansowych w przyszłości (Signori i Vismara, 2018; Hornuf i in., 2018). Motyw finansowy postrzegany był początkowo w literaturze jako jedyna przesłanka do wykorzystywania ECF przez przedsiębiorców, a sam ECF rozważany był jako źródło ostatniej szansy – wykorzystywany przez przedsiębiorstwa, którym nie udało się pozyskać środków finansowych z tradycyjnych źródeł finansowania (Blaseg i in., 2021; Walthoff-Borm i in., 2018).

Przy analizie wyników badań własnych uznano, że motyw finansowy był wiodącym motywem dla przedsiębiorstw, które w ankiecie udzieliły minimum czterech z odpowiedzi wykazanych w tab. 6.2.

Tabela 6.2. Motyw finansowy

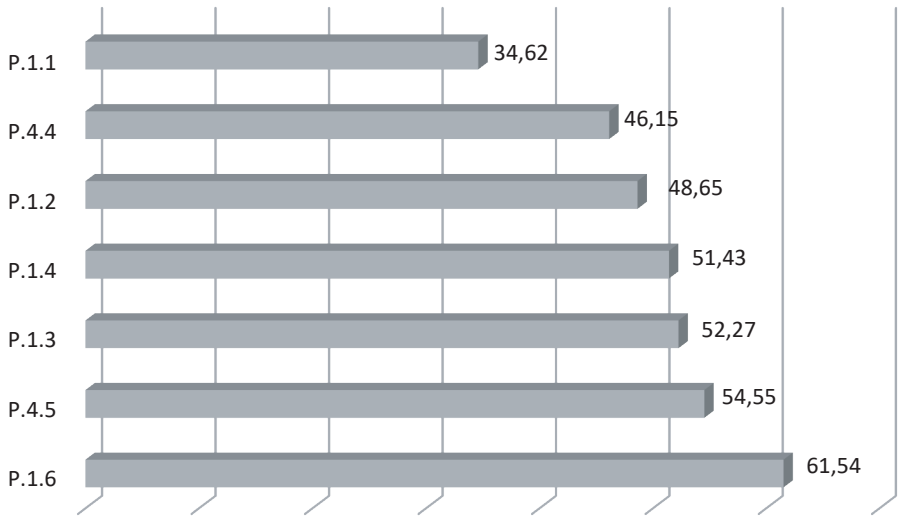
Nr pytania	Odpowiedź	Odsetek odpowiedzi
P.1.6	Przy wyborze ECF jako źródła finansowania ważnym lub bardzo ważnym czynnikiem był dla nas brak dostępu do tradycyjnych źródeł finansowania	47,27
P.4.5	Przy wyborze ECF jako źródła finansowania ważnym lub bardzo ważnym czynnikiem była dla nas łatwość wejścia na rynek pozyskiwania kapitału (np. brak konieczności przedstawiania zabezpieczeń)	67,27
P.1.3	Przy wyborze ECF jako źródła finansowania ważnym lub bardzo ważnym czynnikiem była dla nas szybkość pozyskania kapitału	80,00
P.1.4	Przy wyborze ECF jako źródła finansowania, ważnym lub bardzo ważnym czynnikiem była dla nas możliwość uzyskania finansowania po niższych kosztach (brak pośredników i brak wysokich opłat prowizyjnych)	63,64
P.1.2	Przy wyborze ECF jako źródła finansowania ważnym lub bardzo ważnym czynnikiem była dla nas lepsza pozycja negocjacyjna przy pozyskiwaniu środków w ramach tradycyjnych form finansowania w przyszłości	47,27
P.4.4	Przy przystępowaniu do kampanii ECF budowanie sieci wsparcia miało drugorzędne znaczenie, a głównym celem było pozyskanie środków finansowych	70,91
P.1.1	Przy przystępowaniu do kampanii ECF ocena produktu/projektu przez rynek miała drugorzędne znaczenie, a głównym celem było pozyskanie środków finansowych	60,00

Źródło: opracowanie na podstawie badań własnych.

Na rysunku 6.4 ukazany został odsetek firm, które udzieliły odpowiedzi wymienionych w tab. 6.2 i jednocześnie odniosły sukces w ostatniej przeprowadzonej kampanii ECF.

Spośród firm, które udzieliły czterech lub więcej odpowiedzi świadczących o tym, iż motyw finansowy był istotną przesłanką mającą wpływ na wykorzystanie ECF przy pozyskiwaniu finansowania, 21 firm osiągnęło sukces, podczas gdy pozostałym 20 podmiotom nie udało się pozyskać 100% celu finansowego. Tylko 3 z 55 badanych firm w każdym przypadku zgodziły się ze stwierdzeniami zawartymi w tab. 6.2, a zatem można wnioskować, że motyw finansowy stanowił dla nich zdecydowanie dominujący powód podjęcia decyzji o rozpoczęciu kampanii ECF. Co istotne, żadnemu z tych podmiotów nie udało się zakończyć sukcesem ostatniej kampanii.

Negatywny wpływ wynikający z braku doceniania pozafinansowych korzyści związanych z ECF podczas przystępowania do kampanii przez badane firmy i koncentracji wyłącznie na pozyskaniu środków finansowych został dowiedziony także za pomocą



Rys. 6.4. Spółki, które udzieliły odpowiedzi wykazanych w tab. 6.2 i jednocześnie odniosły sukces w ostatniej przeprowadzonej kampanii ECF (w %)

Źródło: opracowanie na podstawie badań własnych.

modelu regresji logistycznej. Przeprowadzone analizy dowodzą, że szansa na osiągnięcie sukcesu w kampanii ECF jest o 81% niższa w przypadku spółek, które zadeklarowały, iż pozyskanie środków finansowych było głównym celem przystąpienia do kampanii oraz prawie o 61% wyższa w przypadku tych spółek, dla których najistotniejszym motywem przestąpienia do kampanii było pozyskanie wiedzy o produktach i rynkach.

Wzrastająca popularność ECF na świecie sprawiła, że z czasem przedsiębiorcy zaczęli postrzegać go nie tylko jako źródło finansowania, ale zaczęli również doceniać korzyści o charakterze niefinansowym, z jakimi wiąże się ECF. Podążając za opracowaniami autorów, takich jak: F. Di Pietro, A. Prencipe i A Majchrzak (2018); S. Estrin, D. Gozman i S. Khavul (2018); F. Di Pietro (2021) oraz C. Troise i M. Tani (2020), jako główne zalety niefinansowe można wskazać: pozyskanie wiedzy o produktach i rynkach, wzmocnienie sieci kontaktów, jak również poprawę promocji marki oraz produktów i usług oferowanych przez przedsiębiorstwa.

Odpowiedzi, na podstawie których przypisywano respondentów do grupy przedsiębiorstw ukierunkowanych na zdobycie wiedzy o produktach i rynkach podczas kampanii ECF, zostały zawarte w tab. 6.3. Tabela ukazuje także odsetek firm, które w badaniu wykazały, że identyfikują się z wymienionymi stwierdzeniami.

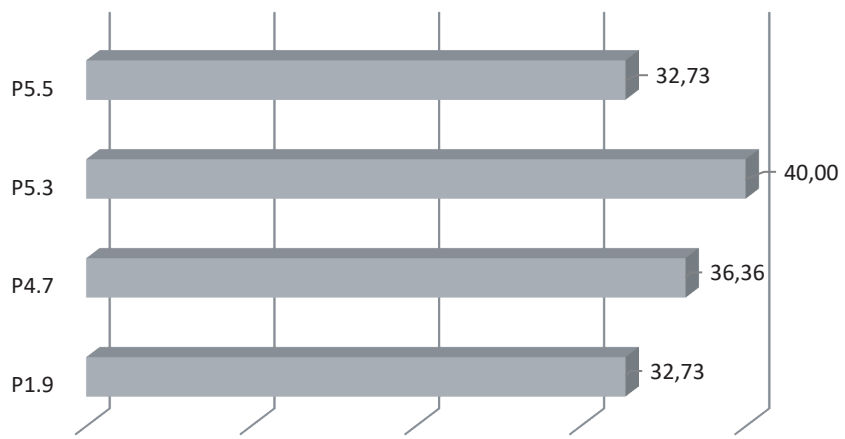
Pozyskanie wiedzy o produktach i rynkach było wiodącym motywem dla 13 badanych firm, z których aż 9 (niemal 70%) osiągnęło sukces. Szczegółowa analiza odpowiedzi przedsiębiorstw ukazuje, że najwięcej firm, które osiągnęły sukces, znalazło się

Tabela 6.3. Motyw niefinansowy – pozyskanie wiedzy o produktach i rynkach

Numer pytania	Odpowiedź	Odsetek odpowiedzi
P1.9	Przy wyborze ECF jako źródła finansowania ważnym lub bardzo ważnym czynnikiem była dla nas weryfikacja przez rynek wiarygodności naszego biznesu (zewnętrzna ocena projektu)	58,18
P4.7	Dzięki ECF możemy bardzo szybko dowiedzieć się, czy rynek zaakceptuje produkt. ECF umożliwia wycenę koncepcji zgodnie z zakładanymi prognozami oraz dostarcza informacji na temat tego, jak produkty lub usługi są odbierane przez rynek	65,45
P5.3	Dzięki ECF dostrzegliśmy potrzebę zarządzania oczekiwaniami społeczności (inwestorów) skupionej wokół projektu, co przekłada się na jego stałe udoskonalanie i zwiększenie wiary inwestorów w powodzenie projektu	70,91
P5.5	Kampania ECF to dla naszej firmy doskonała sposobność do zdobycia wiedzy o rynku i rozpoznania aktualnych trendów rynkowych	61,82

Źródło: opracowanie na podstawie badań własnych.

w grupie tych, które zadeklarowały, że dzięki ECF dostrzegły potrzebę zarządzania oczekiwaniami społeczności (inwestorów) skupionej wokół projektu, co przekłada się na jego stałe udoskonalanie i zwiększenie wiary inwestorów w powodzenie projektu (rys. 6.5).



Rys. 6.5. Spółki, które udzieliły odpowiedzi wykazanych w tab. 6.3. i jednocześnie odniosły sukces w ostatniej przeprowadzonej kampanii ECF (w %)

Źródło: opracowanie na podstawie badań własnych.

Kolejny z analizowanych motywów niefinansowych stanowi wzmocnienie sieci kontaktów. Uznano, że firmy, które podczas kampanii ukierunkowane były na ten motyw, to te, które udzieliły odpowiedzi zaprezentowanych w tab. 6.4.

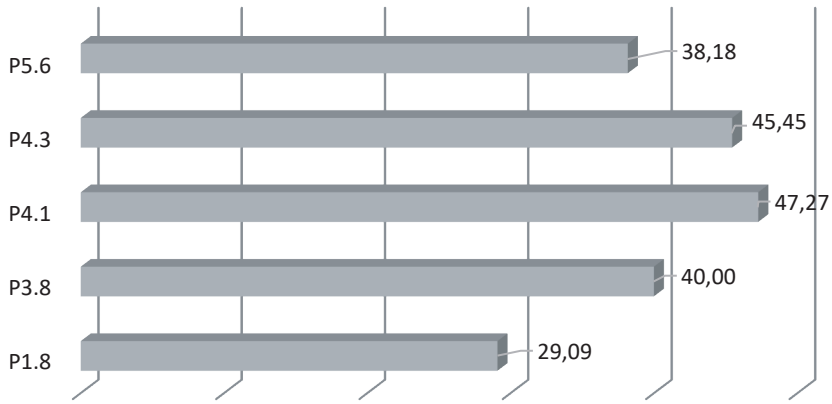
Tabela 6.4. Motyw niefinansowy – wzmocnienie sieci kontaktów

Numer pytania	Odpowiedź	Odsetek odpowiedzi
P1.8	Przy wyborze ECF jako źródła finansowania ważnym lub bardzo ważnym czynnikiem była dla nas możliwość dotarcia do nowych partnerów biznesowych	56,36
P3.8	Przy wyborze ECF jako źródła finansowania ważnym lub bardzo ważnym czynnikiem było zbudowanie sieci powiązań (networks)	72,73
P4.1	ECF to nie tylko pozyskanie środków finansowych, ale także zbudowanie społeczności i utworzenie bazy klientów, którzy mogą działać jako kanały marketingowe, co jest niezbędne dla rozwoju i długofalowego sukcesu firmy	87,27
P4.3	Dzięki ECF pozwalamy naszym klientom, aby stali się współudziałowcami naszej firmy. Zależy nam na pozyskaniu szerokiej bazy wsparcia – zamiast zwrócić się do dwóch lub trzech inwestorów, którzy nie będą aktywnie zaangażowani w to, co robimy, możemy pozyskać rzeszę inwestorów utożsamiających się naszym projektem	83,64
P5.6	W ECF istotne znaczenie ma dla nas możliwość kontaktów/powiązań z istotnymi interesariuszami oraz uzyskanie efektu „pozytywnych sygnałów"	69,09

Źródło: opracowanie na podstawie badań własnych.

Spośród firm, które wskazały, że wzmocnienie sieci powiązań (networks) było ważnym motywem przy podejmowaniu decyzji o przystąpieniu do kampanii ECF, większość osiągnęła sukces (10 z 18 przedsiębiorstw). Na rysunku 6.6 pokazano odsetek firm, które odniosły sukces w ostatniej przeprowadzonej kampanii ECF w przekroju pytań wymienionych w tab. 6.4. Najwyższy poziom wskaźnika sukcesu odnotowano w przypadku spółek, które dostrzegły, że ECF umożliwia im nie tylko pozyskanie środków finansowych, ale także zbudowanie społeczności i utworzenie bazy klientów, którzy mogą działać jako kanały marketingowe, co jest z kolei niezbędne dla rozwoju oraz długofalowego sukcesu firmy.

Ostatni z analizowanych motywów o charakterze niefinansowym stanowi wzmocnienie obszaru promocji. W celu zakwalifikowania badanych spółek do grupy przedsiębiorstw, dla których istotny był ten motyw, przeanalizowano odpowiedzi na pięć pytań wymienionych w tab. 6.5.



Rys. 6.6. Spółki, które udzieliły odpowiedzi wykazanych w tab. 6.4 i jednocześnie odniosły sukces w ostatniej przeprowadzonej kampanii ECF (w %)

Źródło: opracowanie na podstawie badań własnych.

Tabela 6.5. Motyw niefinansowy – wzmocnienie obszaru promocji

Numer pytania	Odpowiedź	Odsetek odpowiedzi
P1.7	Przy wyborze ECF jako źródła finansowania ważnym lub bardzo ważnym czynnikiem była dla nas promocja pomysłu (marki, firmy)	67,27
P3.5	Intensywne prowadzenie kampanii promocyjnej (branie udziału w wydarzeniach branżowych, eventach okolicznościowych, duża aktywność w mediach społecznościowych) to istotny czynnik wpływający na powodzenie kampanii crowdfundingu udziałowego	78,18
P4.2	Ludzie, którzy inwestują, nie są tylko zwykłymi klientami. Są członkami społeczności, ludźmi, którzy są entuzjastyczni i pasjonują się tym, co robimy. Oni nie tylko kupują produkt, ale podejmują wysiłki na rzecz jego promocji	76,36
P5.1	Istotną zaletą crowdfundingu jest możliwość zaistnienia firmy/projektu w mediach	80,00
P5.2	Szeroka obecność w mediach, będąca efektem kampanii ECF, pozytywnie przełożyła się na poszerzenie świadomości o działalności naszej firmy w społeczeństwie	78,18

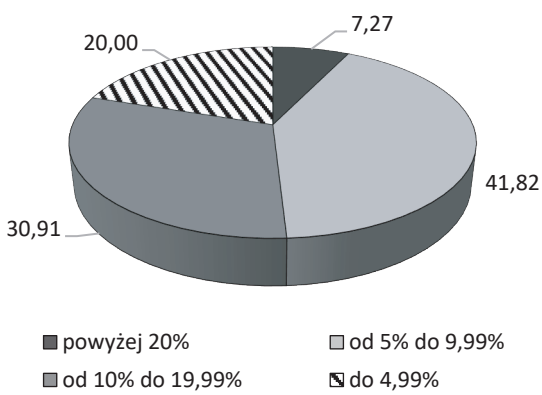
Źródło: opracowanie na podstawie badań własnych.

Analiza odpowiedzi udzielonych przez respondentów wskazała, że wzmocnienie obszaru promocji stanowiło istotną przesłankę podczas podejmowania decyzji o przystąpieniu do kampanii ECF dla 18 firm. Dziesięć z nich (55,56%) osiągnęło 100% lub więcej ustalonego celu finansowego podczas ostatniej kampanii. Najwięcej spółek, którym udało się osiągnąć sukces, stanowią te, które zgodziły się z twierdzeniem, że istotną zaletą crowdfundingu jest możliwość zaistnienia firmy/projektu w mediach (rys. 6.7).

Rys. 6.7. Przedsiębiorstwa, które udzieliły odpowiedzi wykazanych w tab. 6.5 i jednocześnie odniosły sukces w ostatniej przeprowadzonej kampanii ECF (w %)

Źródło: opracowanie na podstawie badań własnych.

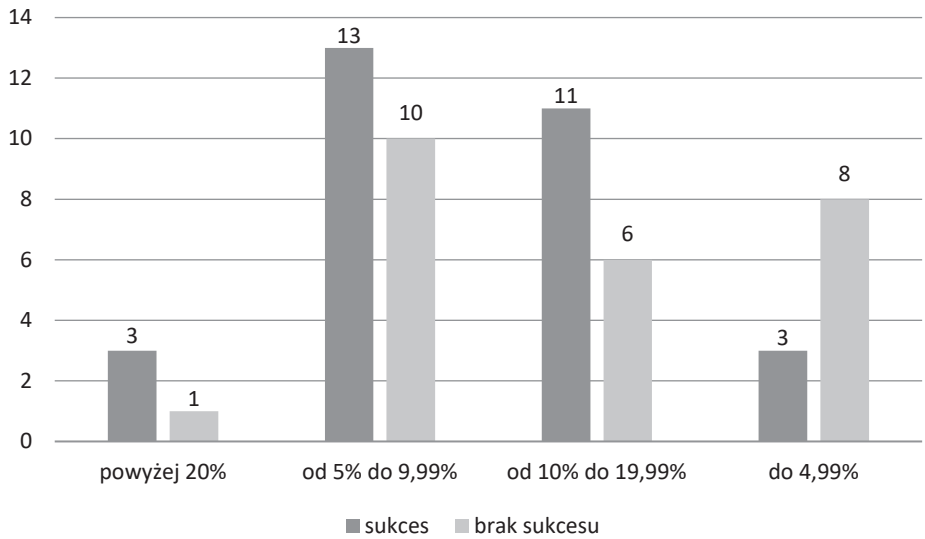
Jak pokazano na rys. 6.7, istotnym obszarem, który także może wywierać wpływ na sukces ECF, są działania podejmowane przez przedsiębiorców w związku z kampanią. Czynniki, które poddano analizie w tym zakresie, to procent kapitału zakładowego zaoferowanego podczas ostatniej zakończonej kampanii oraz opinia przedsiębiorców na temat wybranych czynników mających wpływ na powodzenie kampanii crowdfundingu udziałowego. Analiza wyników odpowiedzi udzielonych na pytanie o procent kapitału zakładowego zaoferowanego podczas ostatnio zakończonej kampanii ukazuje, że dominują spółki, które zaoferowały od 5% do 9,99% (rys. 6.8).



Rys. 6.8. Procent kapitału zakładowego zaoferowanego podczas ostatnio zakończonej kampanii

Źródło: opracowanie na podstawie badań własnych.

Zgodnie z danymi zaprezentowanymi na rys. 6.9 najwięcej firm, które osiągnęły sukces podczas ostatnio zakończonej kampanii, zaoferowało od 5 do 9,99% kapitału zakładowego (13 firm). Najkorzystniejszy poziom relacji firm, które odniosły sukces, w stosunku do tych, którym nie udało się zakończyć sukcesem ostatniej kampanii, zaobserwowano jednak w grupie firm, które zaoferowały powyżej 20% kapitału zakładowego. Aż 75% takich firm osiągnęło 100% lub więcej celu finansowego w ostatnio zakończonej kampanii ECF. Najwięcej spółek, którym nie udało się osiągnąć sukcesu, zaoferowało poniżej 5% kapitału zakładowego (72,73% z tych firm zakończyło kampanię brakiem sukcesu).



Rys. 6.9. Procent zaoferowanego kapitału zakładowego

Źródło: opracowanie na podstawie badań własnych.

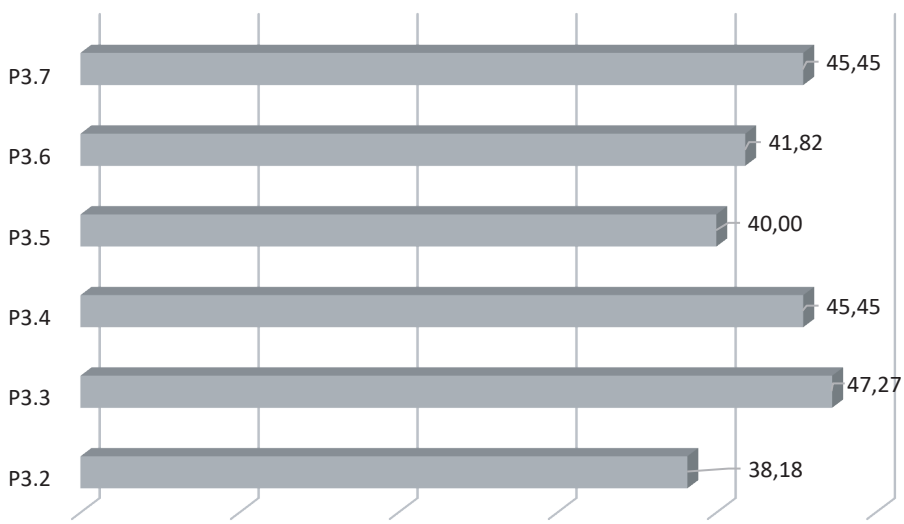
W tabeli 6.6 zawarto z kolei informacje na temat odsetka firm, które zadeklarowały, że wpływ wybranych do analizy działań, prowadzonych przez przedsiębiorców w związku z kampanią ECF, na jej powodzenie jest istotny lub bardzo istotny.

Zgodnie z wynikami zaprezentowanymi na rys. 6.10 największy wskaźnik sukcesu odnotowały te spółki, które wskazały, że istotny lub bardzo istotny wpływ na powodzenie kampanii ma właściwe przygotowanie prezentacji inwestorskiej. Chcąc osiągnąć sukces, autorzy projektu muszą przekonać inwestorów do swojego pomysłu, a ponadto zdobyć ich zaufanie. Jak pokazują wyniki przeprowadzonych analiz, aby to osiągnąć, przedsiębiorcy powinni przekazywać informacje potencjalnym inwestorom w taki sposób, by ułatwiały one zrozumienie projektu, podkreślały osiągnięcia biznesowe (np. w postaci timeline'u), a ponadto przedstawiały zespół jako specjalistów w swojej branży.

Tabela 6.6. Odsetek firm, które zadeklarowały, że wpływ wymienionych działań prowadzonych przez przedsiębiorców w związku z kampanią ECF na jej powodzenie jest istotny lub bardzo istotny

Numer pytania	Odpowiedź	Odsetek odpowiedzi
P3.2	Wybranie najkorzystniejszego czasu na przeprowadzenie kampanii	78,18
P3.3	Właściwe przygotowanie prezentacji inwestorskiej (tak, by przekazywane informacje ułatwiały zrozumienie projektu, podkreślały osiągnięcia biznesowe (np. w postaci timeline'u) oraz przedstawiały zespół jako specjalistów w swojej branży	87,27
P3.4	Precyzyjne określenie powodów i argumentów, dla których warto zostać wspólnikiem spółki (finansującym projekt)	89,09
P3.5	Intensywne prowadzenie kampanii promocyjnej (branie udziału w wydarzeniach branżowych, eventach okolicznościowych, duża aktywność w mediach społecznościowych)	78,18
P3.6	Opieka nad inwestorami po zakończeniu kampanii celem podtrzymania wiarygodności i zaufania	81,82
P3.7	Dobór właściwej platformy crowdfundingu udziałowego	81,82

Źródło: opracowanie na podstawie badań własnych.



Rys. 6.10. Przedsiębiorstwa, które udzieliły odpowiedzi wykazanych w tab. 6.6 i jednocześnie odniosły sukces w ostatniej przeprowadzonej kampanii ECF (w %)

Źródło: opracowanie na podstawie badań własnych.

Reasumując, należy stwierdzić, że zaprezentowane wyniki analiz przeprowadzonych na podstawie badania sondażowego ukazują, że do istotnych czynników

charakteryzujących spółki, którym udało się z sukcesem zakończyć ostatnią kampanię ECF, należą:

- posiadanie przez założycieli/kadrę zarządzającą wykształcenia biznesowego bezpośrednio powiązanego z przedmiotem/obszarem projektu ECF (76% takich firm osiągnęło sukces);
- zaoferowanie powyżej 20% kapitału zakładowego (75% takich firm osiągnęło sukces);
- pozyskanie wiedzy o produktach i rynkach było głównym motywem (niemal 70% takich firm osiągnęło sukces);
- posiadanie przez założycieli/kadrę zarządzającą doświadczenia biznesowego bezpośrednio powiązanego z przedmiotem/obszarem projektu ECF (nieco ponad 61% takich firm osiągnęło sukces).

Analizując z kolei czynniki charakteryzujące te spółki, którym nie udało się osiągnąć 100% celu finansowego, należy przede wszystkim zwrócić uwagę na nadmierną koncentrację przedsiębiorców na motywie finansowym i niedocenianie korzyści pozafinansowych, jakie niesie ze sobą ECF. Żadnej z firm, które ujawniły w badaniu takie cechy, nie udało się zakończyć sukcesem ostatniej kampanii. Kolejny z istotnych czynników to niski poziom kapitału zakładowego zaoferowanego podczas kampanii. Aż 72,73% badanych firm, którym nie udało się osiągnąć sukcesu, zaoferowało poniżej 5% kapitału zakładowego.

Rozpoznanie czynników determinujących sukces kampanii ECF jest istotne szczególnie z punktu widzenia spółek, które w przyszłości planują wykorzystanie tej formy pozyskiwania kapitału.

Spis wykorzystanej literatury

Ahlers, G. K., Cumming, D., Günther, C. i Schweizer, D. (2015). Signaling in Equity Crowdfunding. *Entrepreneurship Theory and Practice*, *39*(4), 955-980. DOI:10.1111/etap.1215

Blaseg, D., Cumming, D. i Koetter, M. (2021). Equity Crowdfunding: High-Quality or Low-Quality Entrepreneurs? *Entrepreneurship Theory And Practice*, *45*(3), 505-530. DOI:10.1177/10422587198994

Di Pietro, F. (2021). The Rationale for Listing on Equity Crowdfunding: Actual and Expected Benefits for Companies. *Journal of Industrial and Business Economics*, 1-23. DOI:10.1007/s40812-021--00188-9

Di Pietro, F., Prencipe, A. i Majchrzak, A. (2018). Crowd Equity Investors: An Underutilized Asset for Open Innovation in Startups. *California Management Review*, *60*(2), 43-70. DOI:10.1177/0008125617738

Estrin, S., Gozman, D. i Khavul, S. (2018). The Evolution and Adoption of Equity Crowdfunding: Entrepreneur and Investor Entry Into a New Market. *Small Business Economics*, *51*(2), 425-439. DOI:10.1007/s11187-018-0009-5

Hornuf, L., Schmitt, M. i Stenzhorn, E. (2018). Equity Crowdfunding in Germany and the United Kingdom: Follow-up Funding and Firm Failure. *Corporate Governance: An International Review*, *26*(5), 331-354. DOI:10.1111/corg.12260

Moritz, A., Block, J. i Lutz, E. (2015). Investor Communication in Equity-Based Crowdfunding: A Qualitative-Empirical Study. *Qualitative Research in Financial Markets*.

Piva, E. i Rossi-Lamastra, C. (2018). Human Capital Signals and Entrepreneurs' Success in Equity Crowdfunding. *Small Business Economics*, *51*(3), 667-686. DOI:10.1007/s11187-017-9950-y

Polzin, F., Toxopeus, H. i Stam, E. (2018). The Wisdom of the Crowd in Funding: Information Heterogeneity and Social Networks of Crowdfunders. *Small Business Economics*, *50*(2), 251-273. DOI:10.1007/s11187-016-9829-3

Ralcheva, A. i Roosenboom, P. (2020). Forecasting Success in Equity Crowdfunding. *Small Business Economics*, *55*(1), 39-56. DOI:10.1007/s11187-019-00144-x

Signori, A. i Vismara, S. (2018). Does Success Bring Success? The Post-Offering Lives of Equity-Crowdfunded Firms. *Journal of Corporate Finance*, (50), 575-591. DOI:10.1016/j.jcorpfin.2017.10.018

Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, *87*(3). https://doi.org/10.2307/1882010

Troise, C. i Tani, M. (2020). Exploring Entrepreneurial Characteristics, Motivations and Behaviours in Equity Crowdfunding: Some Evidence from Italy. *Management Decision*, *59*(5). DOI:10.1108/MD-10-2019-1431

Vismara, S. (2016). Equity Retention and Social Network Theory in Equity Crowdfunding. *Small Business Economics*, *46*(4), 579-590. DOI:10.1007/s11187-016-9710-4

Walthoff-Borm, X., Schwienbacher, A. i Vanacker, T. (2018). Equity Crowdfunding: First Resort or Last Resort? *Journal of Business Venturing*, *33*(4), 513-533. DOI:10.1016/j.jbusvent.2018.04.001

Zakończenie

Celem opracowania było przedstawienie aktualnej wiedzy o rynku crowdfundingu udziałowego, identyfikacja cech stanu polskiego rynku crowdfundingu udziałowego w kontekście jego dotychczasowego rozwoju i stojących przed uczestnikami tego rynku wyzwań o charakterze prawnym, ekonomicznym i organizacyjnym.

Przeprowadzony przegląd literatury pokazał, że crowdfunding, a szczególnie crowdfunding udziałowy jako przedmiot badań zyskuje na popularności. Badania są prowadzone z wielu perspektyw, co pozwala na wszechstronną analizę tego zjawiska. Wymaga to ścisłej współpracy platform crowdfundingowych, inwestorów i emitentów z naukowcami. Można postawić tezę, że ten czas wciąż jest przed rynkiem polskim, ponieważ obecnie publikacje zostały zdominowane przez diagnozę stanu rynku. Przedstawione w niniejszej publikacji wyniki badań pokazują dobry kierunek do dalszych badań.

Przed equity crowdfundingiem stoi wiele nowych wyzwań. Po kilku latach dynamicznego wzrostu doszło do spowolnienia wykorzystania tego źródła kapitału. Inwestorzy nie chcą brać udziału w zbiórkach, co powoduje, że emitenci szukają innych możliwości finansowania. Przyczyn jest zapewne kilka, ale jedną z głównych jest ogólny wzrost ryzyka na rynkach finansowych, co powoduje przepływ kapitału w stronę bezpiecznych aktywów. To samo dotyczy inwestycji ze strony inwestorów indywidualnych. Ponadto problemem jest brak możliwości wyjścia z inwestycji, ponieważ stosunkowo mało – poniżej 10% – kampanii kończy się w późniejszym etapie wprowadzeniem na rynek NewConnect. Pozostali emitenci nie dają możliwości zorganizowanego wyjścia z inwestycji. Ponadto pojawiły się pierwsze upadłości emitentów, którzy pozyskiwali finansowanie w equity crowdfundingu. Mimo wszystko można spodziewać się nowej fazy rozwoju tego rynku, która będzie pochodną zmian regulacyjnych. Wprowadzenie licencji na platformy crowdfundingowe spowoduje profesjonalizację rynku oraz wzmocni ochronę inwestorów. Być może pojawią się nowi gracze na tym rynku, którzy są związani z dużymi instytucjami finansowymi. Może to spowodować ponowny wzrost zainteresowania tego typu inwestycjami ze strony inwestorów indywidualnych.

Niewątpliwie jedną z niezwykle istotnych kwestii – nie tylko z punktu widzenia spółek, które w przyszłości będą chciały skorzystać z tej formy pozyskiwania kapitału, ale również z punktu widzenia potencjalnych inwestorów – jest znajomość czynników determinujących sukces kampanii ECF. Wyniki badań przeprowadzonych wśród 55 spółek na przełomie 2021 i 2022 roku, potwierdzające dotychczasowy stan badań

opisany w literaturze, dowodzą, że kluczowe czynniki charakteryzujące badane firmy, którym udało się osiągnąć sukces, należą do różnych grup determinant. Istotne znaczenie mają zarówno wykształcenie i doświadczenie posiadane przez założycieli oraz kadrę zarządzającą, motywy, którymi kierują się oni wybierając ECF jako źródło finansowania, jak i działania podejmowane przez nich w związku z prowadzoną kampanią. Uwzględniając obszar kapitału ludzkiego w kontekście sukcesu kampanii, należy stwierdzić, że kluczowe wydaje się posiadanie przez założycieli oraz kadrę zarządzającą wykształcenia biznesowego, bezpośrednio powiązanego z przedmiotem/obszarem projektu ECF. Ważnym czynnikiem jest również doświadczenie biznesowe, bezpośrednio powiązane z przedmiotem/obszarem projektu ECF. Kolejna cenna wskazówka dla firm, które w przyszłości chcą efektywnie wykorzystać ECF jako sposób na szybkie pozyskanie środków finansowych, wiąże się z poziomem zaoferowanego kapitału zakładowego. Wyniki badań wskazują bowiem, że firmy, których kampanie osiągnęły już sukces, to w zdecydowanej większości podmioty, które zaoferowały powyżej 20% kapitału zakładowego. Niezwykle istotnym czynnikiem z punktu widzenia sukcesu kampanii jest ponadto podejście przedsiębiorców do ECF. Większość spółek znajdujących się w grupie firm, którym udało się osiągnąć sukces, to te, w przypadku których głównym motywem skłaniającym przedsiębiorców do wykorzystania ECF było pozyskanie wiedzy o produktach i rynkach. Wyniki badań ankietowych dowodzą jednoznacznie, że niedocenianie korzyści o charakterze pozafinansowym i nadmierna koncentracja na motywie finansowym nie sprzyja sukcesom kampanii ECF.

Wydaje się, że rola platform crowdfundingowych będzie rosła. Rynki akcji dla małych i średnich spółek, takie jak NewConnect, coraz to bardziej stawiają na jakość emitentów oraz dokładają im kolejne obowiązki, ograniczające asymetrię informacji, dlatego naturalne wydaje się, że miejscem na uczenie się prowadzenia komunikacji z inwestorami będą platformy crowdfundingowe. Autorzy mają nadzieję, że niniejsza monografia będzie kolejną małą cegiełką do budowania efektywnego rynku crowdfundingu udziałowego.

Spis rysunków

1.1. Częstotliwość występowania zwrotu „equity crowdfunding" i „crowdfunding" w książkach wydanych od 1980 do 2019 roku ... 13
3.1. Wartość kapitału zebranego w zbiórkach equity crowdfundingu w Polsce w latach 2012-2021 ... 39
3.2. Liczba zbiórek equity crowdfundingu w Polsce w latach 2012-2021 ... 40
3.3. Wartość kapitału zebranego przez platformy crowdfundingowe w Polsce w latach 2012-2021 ... 46
3.4. Wartość (w podziale na poszczególne lata funkcjonowania) kapitału, który został zebrany przez platformy crowdfundingowe w Polsce w latach 2012-2021 ... 46
3.5. Rozkład oferowanego udziału w kapitale spółki w prowadzonych kampaniach equity crowdfundingu (lata 2012-2021) ... 52
3.6. Wartość zebranego kapitału przez spółki w projektach equity crowdfundingu według branż (lata 2012-2021) ... 53
3.7. Liczba spółek w projektach equity crowdfundingu według branż (lata 2012-2021) ... 54
6.1. Czynniki sukcesu kampanii ECF ... 94
6.2. Liczba firm, które zadeklarowały osiągnięcie danego poziomu celu finansowego podczas ostatniej kampanii ECF ... 96
6.3. Wykształcenie oraz doświadczenie posiadane przez założycieli/kadrę zarządzającą (w %, *N* = 55) ... 97
6.4. Spółki, które udzieliły odpowiedzi wykazanych w tab. 6.2 i jednocześnie odniosły sukces w ostatniej przeprowadzonej kampanii ECF (w %) ... 100
6.5. Spółki, które udzieliły odpowiedzi wykazanych w tab. 6.3 i jednocześnie odniosły sukces w ostatniej przeprowadzonej kampanii ECF (w %) ... 101
6.6. Spółki, które udzieliły odpowiedzi wykazanych w tab. 6.4 i jednocześnie odniosły sukces w ostatniej przeprowadzonej kampanii ECF (w %) ... 103
6.7. Przedsiębiorstwa, które udzieliły odpowiedzi wykazanych w tab. 6.5 i jednocześnie odniosły sukces w ostatniej przeprowadzonej kampanii ECF (w %) ... 104
6.8. Procent kapitału zakładowego zaoferowanego podczas ostatnio zakończonej kampanii 104
6.9. Procent zaoferowanego kapitału zakładowego ... 105
6.10. Przedsiębiorstwa, które udzieliły odpowiedzi wykazanych w tab. 6.6 i jednocześnie odniosły sukces w ostatniej przeprowadzonej kampanii ECF (w %) ... 106

Spis tabel

1.1.	Przeglądy pozycji literatury o equity crowdfundingu z lat 2016-2022	17
3.1.	Lista 10 największych zbiórek equity crowdfundingu w Polsce (lata 2012-2021)	47
3.2.	Lista 10 najmniejszych zbiórek equity crowdfundingu w Polsce (od roku 2012 do kwietnia 2021)	48
3.3.	Lista 10 zbiórek equity crowdfundingu w Polsce z przekroczoną wartością celu (od roku 2012 do kwietnia 2022)	48
3.4.	Lista 10 zbiórek equity crowdfundingu w Polsce z największą liczbą inwestorów (od roku 2012 do kwietnia 2022)	49
3.5.	Lista zbiórek equity crowdfundingu w Polsce z najmniejszą liczbą inwestorów (od roku 2012 do kwietnia 2022)	50
3.6.	Lista 10 emitentów equity crowdfundingu w Polsce z najwyższą wyceną spółki (lata 2012-2021)	50
3.7.	Lista 10 emitentów equity crowdfundingu w Polsce z najmniejszą wyceną spółki (lata 2012-2021)	51
3.8.	Lista 10 emitentów equity crowdfundingu w Polsce z największym oferowanym udziałem w kapitale spółki (lata 2012-2021)	51
3.9.	Procent realizacji celu zbiórki equity crowdfundingu z uwzględnieniem branży emitenta (lata 2012-2021)	55
3.10.	Emitenci, którzy po przeprowadzeniu zbiórki crowdfundingowej weszli na New-Connect w latach 2012-2021	56
5.1.	Charakterystyka próby badawczej	75
5.2.	Wskazania modeli dyskryminacyjnych	78
5.3.	Liczba spółek z ujemnymi i dodatnimi wartościami wskaźników rentowności	79
5.4.	Liczba spółek z ujemnymi i dodatnimi wartościami siły samofinansowania, wskaźnika struktury ekonomicznej i wskaźnika rozwoju przedsiębiorstwa	80
6.1.	Charakterystyka próby badawczej	95
6.2.	Motyw finansowy	99
6.3.	Motyw niefinansowy – pozyskanie wiedzy o produktach i rynkach	101
6.4.	Motyw niefinansowy – wzmocnienie sieci kontaktów	102
6.5.	Motyw niefinansowy – wzmocnienie obszaru promocji	103
6.6.	Odsetek firm, które zadeklarowały, że wpływ wymienionych działań prowadzonych przez przedsiębiorców w związku z kampanią ECF na jej powodzenie jest istotny lub bardzo istotny	106

Spis tabel do aneksu w rozdziale 5

1. Liczba emisji z podziałem na lata i branże 82
2. Okresy od kampanii crowdfundingowej, daty zarejestrowania spółek i rezultaty szacowania modeli prawdopodobieństwa bankructwa przedsiębiorstwa 84
3. Wartości wskaźników rentowności 87
4. Wartości wskaźników finansowych 89

Equity Crowdfunding as a Source of Financing

Abstract

The book focuses on equity crowdfunding as an alternative form of financing for enterprises. The authors analyze its development in the context of the Polish market, concentrating on the period after the financial crisis of 2008-2009. After this period, confidence in traditional sources of financing declined, which opened a financing gap for innovative enterprises.

The first chapter introduces the topic of equity crowdfunding, defining basic concepts and discussing the differences between various forms of crowdfunding. Also, areas that pose challenges for researchers are identified. Chapter two focuses on the legal framework for the operation of equity crowdfunding, highlighting the regulations governing crowdfunding platforms. It also focuses on the new regulations that will take effect in November 2023. The third chapter provides a quantitative and value analysis of the capital raised and data on issuers and platforms in the Polish crowdfunding market. Chapter four discusses the non-financial effects of crowdfunding, highlighting the positive impact of the wisdom of the crowd and the changing role of stakeholders. The fifth chapter is devoted to the financial health of companies after raising capital, analyzing changes in the financial situation of companies. Chapter six analyzes the factors determining the success of crowdfunding campaigns, emphasizing the importance of knowing these factors for future issuers and investors.

The study is a valuable resource for participants in the crowdfunding market, both academics and practitioners. The authors' diverse approach, combining theoretical and practical aspects, provides a solid foundation for further research into this fascinating area of finance.