

KATARZYNA KOZIOŁ-NADOLNA<sup>a</sup>

## ROLA CROWDFUNDINGU UDZIAŁOWEGO W FINANSOWANIU PRZEDSIĘBIORSTW W POLSCE

### THE ROLE OF EQUITY CROWDFUNDING IN ENTERPRISE FINANCING IN POLAND

Access to capital is one of the problems faced by owners of small and medium-sized enterprises (SME) in Poland. Lack of capital may translate into a deterioration of the company's competitive position. Equity crowdfunding is a relatively new source of financing for enterprises. The article aims to present crowdfunding in the share model in Poland in the period 2012–2022 and the possibilities of its use by enterprises as a source of financing. The study covers crowdfunding platforms in the equity model. The donation crowdfunding market is also outlined. The article uses a comparative analysis based on the analysis of the literature on the subject, inductive-deductive reasoning and desk research analysis. Based on the conducted research, it can be concluded that in the period 2012–2016, equity crowdfunding was not a source of raising capital for enterprises. The situation began to change in the following years. The rapid growth of equity crowdfunding (more platforms, more companies, more issues) was observed in 2019–2021. The development prospects for equity crowdfunding have also changed: legal regulations have entered into force that have given crowdfunding a formal and institutional framework, which is expected to significantly translate into its development.

Keywords: crowdfunding; equity crowdfunding; crowdfunding market analysis; enterprises; Poland  
JEL: G23, O16, O3, O52

---

Dostęp do kapitału jest jednym z problemów, z jakim mają do czynienia właściciele przedsiębiorstw z sektora małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP) w Polsce. Brak kapitału może przłożyć się na pogorszenie pozycji konkurencyjnej przedsiębiorstwa. Crowdfunding udziałowy jest w miarę nowym źródłem finansowania dla przedsiębiorstw. Celem artykułu jest przedstawienie crowdfundingu w modelu udziałowym Polsce w okresie 2012–2022 i możliwości jego wykorzystania przez przedsiębiorstwa jako źródła finansowania. Badaniem objęto platformy crowdfundingowe w modelu udziałowym. W zarysie przedstawiono także rynek crowdfundingu donacyjnego. W artykule posłużono się analizą porównawczą na podstawie analizy literatury przedmiotu, wnioskowaniem indukcyjno-dedukcyjnym i analizą *desk research*. Na podstawie przeprowadzonych badań można stwierdzić, że w okresie 2012–2016 crowdfunding udziałowy nie był źródłem pozyskiwania kapitału dla przedsiębiorstw. Sytuacja zaczęła zmieniać się w kolejnych latach. Szybki wzrost crowdfundingu udziałowego (więcej platform, więcej spółek, więcej emisji) zaobserwowano w latach 2019–2021. Zmieniły się także perspektywy rozwoju crowdfundingu udziałowego, weszły

---

<sup>a</sup> University of Szczecin, Poland / Uniwersytet Szczeciński, Polska  
katarzyna.koziol-nadolna@usz.edu.pl, <https://orcid.org/0000-0001-9095-442X>

w życie przepisy prawne, które nadały crowdfundingowi ramy formalne i instytucjonalne, co ma przełożyć się w znacznym stopniu na jego rozwój.

Słowa kluczowe: crowdfunding; crowdfunding udziałowy; analiza rynku crowdfundingu; przedsiębiorstwa; Polska  
JEL: G23, O16, O3, O52

---

## I. WPROWADZENIE

Crowdfunding udziałowy stopniowo wypełnia pewną niszę na rynku finansowym. Wcześniej inwestowanie na przykład w przedsiębiorstwa typu startup było głównie domeną inwestorów instytucjonalnych lub aniołów biznesu, a wiele startupów zmagало się z trudnościami w pozyskaniu finansowania, które umożliwiłoby im dojście do etapu wzrostu (Koziół-Nadolna, 2018). Dzięki przede wszystkim platformom crowdfundingu udziałowego coraz więcej przedsiębiorstw uzyskuje finansowanie (Sieradzka, 2020; Koziół-Nadolna, 2016). Udział i zaangażowanie społeczeństwa (inwestorów indywidualnych) nabiera coraz większego znaczenia w tym obszarze. Crowdfunding udziałowy pozwala na pominięcie tradycyjnych, często bardzo trudnych dla młodych przedsiębiorstw sposobów pozyskania gotówki na swój biznes. Komisja Europejska (KE)<sup>1</sup> zwraca uwagę, że od globalnego kryzysu finansowego z 2007 r. dostęp do kapitału stał się jednym z większych problemów dla małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP).

Crowdfunding udziałowy polega na nabywaniu przez inwestorów emitowanych papierów wartościowych w zamian za finansowanie projektu. Transakcja odbywa się na platformie crowdfundingowej, wcześniej platforma akceptuje i zatwierdza założenia biznesowe projektu. W proces finansowania zaangażowane są więc trzy podmioty: przedsiębiorstwo zainteresowane zdobyciem kapitału, inwestor dysponujący wolnym kapitałem i platforma crowdfundingowa jako miejsce kojarzenia i odbycia transakcji. Crowdfunding udziałowy jako proces finansowania składa się z czterech etapów: selekcji i oceny pomysłów, inwestycji, etapu poinwestycyjnego oraz wyjścia z inwestycji (Wilson i Testoni, 2014, s. 4). Belleflamme i in. (2013, s. 2) definiują crowdfunding udziałowy jako model, w którym podmioty finansujące spodziewają się zwrotu z inwestycji. W tym modelu przedsiębiorcy zachęcają ludzi do finansowania, aby w przyszłości mogli oni otrzymać część zysków z realizowanego przedsięwzięcia.

Z perspektywy inwestorów crowdfunding udziałowy pozwala na bezpośredni wybór w zakresie alokacji środków i daje poczucie zaangażowania w realizację projektu. Osoby zaangażowane w finansowanie społecznościowe mogą spojrzeć na przedsiębiorców z innej perspektywy i nawiązać z nimi bez-

---

<sup>1</sup> European Commission (2018). Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business COM/2018/0113 final - 2018/048 (COD), <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A52018PC0113>

pośredni kontakt, co może dodatkowo promować kulturę przedsiębiorczości. Podmioty finansujące projekty często tworzą również swego rodzaju społeczność wspierającą finansowany projekt lub mogą przekazywać zasoby pozafinansowe w postaci wiedzy społecznej<sup>2</sup>.

Z punktu widzenia przedsiębiorstwa pozyskującego kapitał, oprócz otrzymanych środków, kluczowa jest także pomoc w uzyskaniu innych form dofinansowania. W wielu przypadkach inicjatorzy projektów poszukują środków na zrealizowanie tylko części projektu. W takiej sytuacji pozyskanie oczekiwanej kwoty na platformie crowdfundingowej ułatwia późniejsze negocjacje finansowe z innymi inwestorami czy bankami.

Crowdfunding udziałowy umożliwia firmom nie tylko pozyskanie środków na realizację projektu, lecz także stworzenie wokół niego zaangażowanej społeczności, a ponadto ułatwia jego promocję. Pozwala on zweryfikować pomysł, sprawdzić reakcję potencjalnych konsumentów i otworzyć drzwi do dalszego udoskonalania produktu, co jest szczególnie ważne w przypadku innowacyjności. Finansowanie społecznościowe może również przynieść potencjalne korzyści w zakresie innowacji oraz badań i rozwoju (Kozioł-Nadolna i Beyer, 2021). Może również przyczynić się do wzrostu gospodarczego, rozwoju społeczności i tworzenia miejsc pracy przy jednoczesnym finansowaniu innowacyjnych projektów, które nie posiadają stopnia zaawansowania wymaganego przez tradycyjne źródła rynku finansowego

Crowdfunding w obu modelach to obecnie nie tylko jeden z popularnych sposobów realizacji różnego rodzaju pomysłów i projektów przez każdego z nas, lecz także kolejne źródło finansowania dla przedsiębiorstw (nowo powstających i w dalszych fazach życia). Celem artykułu jest przedstawienie crowdfundingu w modelu udziałowym w Polsce w okresie 2012–2022 i możliwości jego wykorzystania przez przedsiębiorstwa jako źródła finansowania. Ze względu na dominujący udział w analizowanym okresie. W zarysie przedstawiono także rynek crowdfundingu donacyjnego. Pytanie badawcze postawione w tym artykule brzmi: czy crowdfunding udziałowy uzupełnia tradycyjne źródła finansowania przedsiębiorstw w Polsce?

Artykuł składa się z części teoretycznej i empirycznej. W pierwszej części zaprezentowano istotę crowdfundingu udziałowego i dokonano zwięzłego przeglądu literatury przedmiotu w tym zakresie, skupiając się na pracach dokonujących analizy tego rynku w Polsce. Ze względu na realizację celu artykułu i jego określoną objętość pominięto niektóre teoretyczne aspekty crowdfundingu, jak geneza, definicje, cechy charakterystyczne czy modele działania. W części empirycznej przedstawiono wyniki badań własnych dotyczących polskiego rynku crowdfundingu udziałowego w latach 2012–2022. Autorka systematycznie prowadzi badania dotyczące crowdfundingu w Polsce (Kozioł-Nadolna, 2015, 2016, 2018a).

---

<sup>2</sup> European Commission (2014). Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego i Komitetu Regionów: Uwolnienie potencjału finansowania społecznościowego w Unii Europejskiej. COM/2014/0172 final, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/ALL/?uri=CELEX%3A52014DC0172>

## II. CROWDFUNDING I CROWDFUNDING UDZIAŁOWY W POLSCE: PRZEGLĄD LITERATURY

Crowdfunding oznacza finansowanie przez tłum (cyfrowy) różnych przedsięwzięć, w tym innowacyjnych projektów, pochodzących ze sfery biznesu, kultury, sztuki, sportu, mediów itp. „Ojcem” terminu crowdfunding jest najprawdopodobniej Sullivan, który użył go na blogu fundavlog w 2006 r. (Burkett, 2011, s. 63). Światową literaturę przedmiotu poświęconą zjawisku crowdfundingu można podzielić na trzy grupy:

- literatura dotycząca crowdfundingu z punktu widzenia poszukujących kapitału przedsiębiorstw, instytucji czy osób;
- literatura obejmująca dostawców kapitału – inwestorów;
- literatura skupiająca się na pośrednikach, czyli platformach crowdfundingu (Moritz i Block, 2016).

Literatura przedmiotu dotycząca podmiotów poszukujących kapitału przeważnie skupia się na motywacji do wyboru takiego źródła finansowania (Belleflamme i in., 2013, s. 313–333, 2014, s. 585–609; Gerber i in., 2012; Giudici i in., 2012; Schwienbacher i Larralde, 2010), czynnikach powodzenia/sukcesu crowdfundingu (Cumming i in., 2020, s. 331–360; Mollick, 2014, s. 1–16), jego aspektach prawnych (Stemler, 2013, s. 271) czy na uwarunkowaniach sektorowych czy geograficznych (Agrawal i in., 2015, s. 253–274).

Bogata jest także literatura przedmiotu dotycząca inwestorów – ich zachowanie, skłonności, hojność, wpływają na sukces akcji crowdfundingowych. Badania dotyczą przede wszystkim motywów inwestorów do angażowania się w crowdfunding (Brem i Wassong, 2014, s. 31–55; Kuppuswamy i Bayus, 2013, 2018). Ciekawa jest także analiza czynników pozafinansowych nimi kierujących (Allison i in., 2014).

Prowadzone są także badania dotyczące platform crowdfundingowych jako pośredników transakcji crowdfundingu. Takie badanie dotyczące przeglądu platform crowdfundingowych na przykład we Włoszech przeprowadzili Giudici i in. (2012), a w Polsce Dziuba (2015).

Przeгляд polskiej literatury przedmiotu pozwala podzielić ją także na kilka obszarów. Pierwsze powstające w Polsce prace dotyczące crowdfundingu skupiały się przede wszystkim na teoretycznym ujęciu zjawiska i analizie crowdfundingu donacyjnego, który od samego początku funkcjonowania rozwijał się w Polsce bardzo dynamicznie (Dziuba, 2012; Kordela, 2016; Koziół-Nadolna, 2015; Król, 2013; Mitreǵa-Niestrój, 2013; Pluszyńska i Szopa, 2018). Druga grupa publikacji dotyczy crowdfundingu i crowdfundingu udziałowego jako źródła finansowania innowacyjnych projektów (Koziół-Nadolna, 2015, 2016; Krupa i in., 2017; Majewski, 2020). Motylska-Kuźma (2018) badała wykorzystanie crowdfundingu udziałowego jako alternatywnego źródła finansowania działalności przedsiębiorstw z punktu widzenia polskich doświadczeń.

Kolejna grupa badaczy crowdfundingu udziałowego koncentruje się na definicji i cechach crowdfundingu udziałowego, a także na jego aspektach praw-

nych (Jasiuk i Wosiek, 2022). Gemra i Hościłowicz (2021, s. 67–90) jako cel swoich badań postawili określenie świadomości studentów studiów licencjackich Szkoły Głównej Handlowej w zakresie crowdfundingu udziałowego oraz ocena potencjału rozwoju tego zjawiska. Świadomość rozumiana jest w nim w trzech aspektach: znajomości, zrozumienia oraz zaangażowania. Wyniki wskazują niepełne zrozumienie pojęcia crowdinvestingu wśród studentów. Również regulacje prawne i propozycja autorskiego modelu transakcji crowdfundingowej są przedmiotem kolejnego badania Gemry (2019).

Tempo badania crowdfundingu udziałowego w Polsce jest skorelowane z rozwojem samego zjawiska. Ostatni kierunek badań ma charakter bardziej poznawczy i bada rozwój rynku crowdfundingu udziałowego, motywacje donatorów oraz asymetrię informacji na rynku (Trzebiński, 2022b).

Kapitałodawcy w crowdfundingu udziałowym oprócz motywów finansowych rozpatrują też motywy pozafinansowe (Borello i in., 2019), jak np. reputacja społeczna i motywacje wewnętrzne oraz czynniki społeczne (związane np. z chęcią wsparcia lokalnej społeczności; Solvio, 2019). Badania Kordeli (2019, 58–59) potwierdzają hipotezę mówiącą, że inwestorzy społecznościowi w Polsce to na ogół osoby z niewielkim lub żadnym doświadczeniem w inwestowaniu na rynku kapitałowym oraz że przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych kierują się głównie motywami pozafinansowymi.

Według obserwacji Kędzierskiej-Szczepaniak (2017, s. 220) crowdfunding udziałowy stanowił w 2014 r. niespełna 2% wszystkich transakcji crowdfundingowych w Polsce. Kordela (2018, s. 241–252) przeprowadziła analizę rynku crowdfundingu udziałowego w Polsce w latach 2012–2018. Badania – nielicznych w Polsce – platform crowdfundingu udziałowego i zrealizowanych za ich pośrednictwem kampanii wskazały na zaleźkowy etap rozwoju tego źródła finansowania. Przedstawione w opracowaniu dane, ich analiza i wnioski z niej płynące jednoznacznie wskazują na bardzo wczesny poziom rozwoju crowdfundingu udziałowego. W konsekwencji wobec dość skomplikowanej procedury pozyskania kapitału (zwłaszcza w przypadku spółek z o.o.) crowdfunding udziałowy w Polsce, zdaniem Kordeli, w badanym okresie nie stanowił znaczącej alternatywy na pozyskanie finansowania zewnętrznego udziałowego.

Najnowszą, obszerną analizą rynku crowdfundingu udziałowego w Polsce zawiera publikacja Bańki i in. (2022). Ukazał się także raport „Crowdfunding udziałowy 3.0”, przygotowany przez Związek Przedsiębiorstw Finansowych w Polsce (ZPF) we współpracy z Uniwersytetem Ekonomicznym we Wrocławiu (Trzebiński, 2022a).

Identyfikacja podstawowych cech kampanii crowdfundingowych realizowanych przez polskie browary rzemieślnicze w latach 2016–2020 jest przedmiotem artykułu Gomulskiego (2021). Z kolei Łukowski i Zygmantowski (2019) zajęli się rolą crowdfundingu udziałowego w ograniczeniu luki kapitałowej wśród przedsiębiorstw na wczesnych etapach rozwoju w Polsce. W badaniach odniesiono się do kampanii crowdfundingowych przeprowadzonych na trzech najpopularniejszych platformach w Polsce w okresie 2015–2019. Uzyskane wyniki potwierdzają przyjętą hipotezę główną, stanowiącą, że crowdfunding udziałowy w Polsce ogranicza lukę kapitałową wśród przedsiębiorstw na

wczesnych etapach rozwoju. W ramach przeprowadzonych badań dowiedziono, że z crowdfundingu udziałowego korzystają głównie na wczesnych etapach rozwoju niewielkie spółki z sektorów wysoko rozwiniętych. Jednocześnie zdecydowana większość z analizowanych projektów w ramach crowdfundingu udziałowego zakończyła się pozyskaniem kapitału mieszczącego się w luce kapitałowej Macmillana. Trzebiński (2022b) wskazuje i ocenia działania podjęte przez uczestników polskiego rynku crowdfundingu udziałowego (przez ustawodawcę, platformy crowdfundingowe, Komisję Nadzoru Finansowego i Związek Przedsiębiorstw Finansowych w Polsce), które mają na celu zmniejszać asymetrię informacji na rynku.

### III. PRAWNE ASPEKTY CROWDFUNDINGU UDZIAŁOWEGO W POLSCE

Po latach funkcjonowania polski rynek crowdfundingu udziałowego oczekiwał się uregulowań prawnych. Do tej pory przedsiębiorstwa szukające finansowania mogły w ramach otwartej emisji publicznej (bez publikacji prospektu emisyjnego czy memorandum inwestycyjnego) pozyskać maksymalnie 1 mln euro na przestrzeni 12 miesięcy. Platformy operowały, opierając się na zasadzie swobody prowadzenia działalności gospodarczej. Brakowało przede wszystkim większego limitu, rynku wtórnego dla inwestorów i możliwości aktywnego operowania poza granicami Polski.

Nowe przepisy krajowe<sup>3</sup> uregulowały kwestię crowdfundingu oraz działalności platform crowdfundingowych. Przepisy regulują dwa modele crowdfundingu: pożyczkowy (dłużny) i inwestycyjny (udziałowy). Pojawiły się nowe obowiązki i limity, ale też całkiem nowe perspektywy przed rynkiem. Źródłem przepisów jest rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE)<sup>4</sup>.

Pierwszą ważną zmianą jest konieczność uzyskania licencji przez platformę. Aby platforma crowdfundingowa mogła legalnie działać, jej operator musi uzyskać zezwolenie (licencję). To spora zmiana, ponieważ dotychczas nie było takiego obowiązku i własną platformę mógł uruchomić w zasadzie każdy. Pojawiło się także uprawnienie platform crowdfundingowych do prowadzenia tak zwanej tablicy ogłoszeń, na której klienci będą mogli ogłaszać zainteresowanie nabyciem lub zbyciem instrumentów finansowych, które były pierwotnie oferowane na platformie. Co prawda za pośrednictwem tablicy nie będzie możliwe automatyczne zawieranie transakcji, a umowy pomiędzy klientami będą musiały być zawierane poza platformą, jednak i tak znacznie ułatwi to poszukiwania zbywcy lub nabywcy na oferowane akcje.

<sup>3</sup> Ustawa z 7 lipca 2022 r. o finansowaniu społecznościowym dla przedsiębiorstw gospodarczych i pomocy kredytobiorcom, Dz. U. 2022, poz. 1488.

<sup>4</sup> Regulation (EU) 2020/1503 of the European Parliament and of the Council of 7 October 2020 on European crowdfunding service providers for business, and amending Regulation (EU) 2017/1129 and Directive (EU) 2019/1937 (Text with EEA relevance), <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX%3A32020R1503>



Kolejną zmianą jest podniesienie tzw. limitu bezprospektowego. Od 10 listopada 2023 r. platformy z licencją będą mogły organizować emisje o wartości maksymalnie 5 mln euro. Polski ustawodawca zdecydował się na rozwiązanie pośrednie i do czasu wejścia w życie nowego limitu zezwolił na organizowanie ofert o wartości nie wyższej niż 2,5 mln euro.

Kolejną nowością jest *key investment information sheet*. Zgodnie z wytycznymi dokument ten będzie składał się z maksymalnie 6 stron A4, na których będą musiały znaleźć się wszystkie kluczowe informacje dotyczące inwestycji. Wprowadzenie w błąd lub zatajenie istotnych informacji będzie skutkowało grzywną do 5 mln zł lub nawet karą pozbawienia wolności.

Zgodnie z nowymi regulacjami operatorzy platform crowdfundingowych muszą przygotować się też na nowe opłaty. Koszt licencji może sięgnąć nawet 4,5 tys. euro (dotyczy tylko platform w modelu udziałowym i dłużnym). W Polsce taki dokument będzie wydawać Komisja Nadzoru Finansowego (KNF).

Ustawa wprowadza dwie kategorie inwestorów: doświadczonych i nie-doświadczonych. Klasyfikacja do odpowiedniej kategorii – a w konsekwencji i standard przyznanej ochrony – będą zależały od wyniku wstępnego testu wiedzy oraz symulacji zdolności ponoszenia strat. Podział ten ma zwiększyć ochronę inwestorów.

Konsekwencją poprzedniego uregulowania jest następane, czyli instytucja okresu do namysłu, która przyznaje inwestorowi niedoświadczonemu prawo do wycofania się z inwestycji bez podania przyczyny i bez ponoszenia konsekwencji w terminie 4 dni kalendarzowych od dnia złożenia zapisu.

#### IV. METODYKA BADAWCZA

Zakres tematyczny artykułu i przyjęty cel określają zastosowane podejście badawcze. W części teoretycznej wykorzystano metody analizy porównawczej na podstawie analizy literatury przedmiotu, natomiast na poziomie obserwacyjno-empirycznym posłużono się wnioskowaniem indukcyjno-dedukcyjnym i analizą *desk research* (analiza rynku crowdfundingu udziałowego w Polsce w latach 2012–2022).

Metoda *desk research* („badanie zza biurka”), opiera się na korzystaniu z danych zastanych, wtórnych (Makowska, 2013, s. 82). W gruntownej i szeroko zakrojonej analizie *desk research* korzysta się zarówno z analizy treści (już na etapie szukania źródeł), w dużym stopniu także z istniejących danych statystycznych, a także przeprowadza się przekrojowe analizy i porównania danych historycznych (wykorzystuje się m.in. strony WWW przedsiębiorstw, bilanse, sprawozdania finansowe, oferty handlowe, artykuły itp.). Wybór tej metody badawczej jest podyktowany łatwością dostępu do danych. Można również podkreślić tu fakt braku wpływu badacza na przedmiot badania.

Badaniem objęto platformy crowdfundingu udziałowego działające w Polsce (polskie i zagraniczne). Horyzont czasowy badania objął lata 2012–2022.

## V. WYNIKI

Historia polskiego rynku crowdfundingu, podobnie jak rynku światowego, jest dość krótka. Najstarszą działającą platformą jest założona w 2007 r. Megatotal.pl, finansująca muzykę, filmy i oprogramowanie, działająca w modelu donacyjnym. W 2008 r. pojawiła się pierwsza platforma pożyczek społecznościowych: Kokos.pl. Następnie powstały Siepomaga.pl, PolakPotrafi.pl i Wspieram.to (działające do dziś). Pierwszą platformą w modelu udziałowym jest założony w 2012 r. Beesfund.

W Unii Europejskiej w 2015 r. działało 60 platform crowdfundingu udziałowego, które przeprowadziły łącznie 836 kampanii, zbierając razem ponad 420 mln euro<sup>5</sup>. W Polsce rynek equity crowdfunding w początkowym okresie funkcjonowania był niewielki. W latach 2012–2016 platformy współpracowały ze spółkami przy 15 emisjach na kwotę niewiele ponad 3 mln zł (tab. 1). Istniały cztery platformy w modelu udziałowym, na trzech platformach (Beesfund, Crowdway, Crowdangels) odbyło się 15 emisji.

Na platformie Beesfund<sup>6</sup> w badanym okresie odbyło się 10 emisji. W 2012 r. platforma przeprowadziła emisję swoich akcji na kwotę 50 000 zł. W 2014 r. środki w wysokości 200 000 zł pozyskała spółka z sektora usług finansowych Inpay. W 2015 r. na platformie odbyły się dwie emisje przedsiębiorstw: Migam „RKPK” – 302 200 zł i Sport GURU – 21 200 zł, które nie osiągnęły założonego celu (400 000 zł). 400 000 zł udało się zebrać czterem przedsiębiorstwom (Towarzystwo Biznesowe, Faktorama, Inne Beczki, Cydrownia) w 2016 r. W tym samym roku odbyły się jeszcze na platformie dwie emisje na niższe kwoty: 16 680 zł (Harbour Restaurants Group) i 165 015 zł (KWG Superfood).

Na platformie Crowdangels<sup>7</sup> odbyły się w okresie 2012–2016 trzy emisje. Allcool.pl w 2014 r. zebrał 76 750 zł wobec zakładanych 50 000 zł. W 2014 r. nastąpiła emisja własnych udziałów na kwotę 111 500 zł oraz spółka z sektora usług finansowych Sharevestors zebrała 33 900 zł wobec zakładanych 120 000 zł. Pozostałe dwie emisje z 15 w badanym okresie odbyły się na platformie Crowdway<sup>8</sup>. Oba przedsiębiorstwa – DrBarbara i uBirds zebrały zakładane kwoty (214 608 zł i 348 432 zł).

Analizując funkcjonowanie platform equity crowdfundingu w badanym okresie w obszarze dotyczącym formy organizacyjno-prawnej wspieranych przedsiębiorstw, można zauważyć, że platformy przeprowadziły kampanie dla siedmiu spółek akcyjnych, pięciu spółek z ograniczoną odpowiedzialnością i trzech spółek komandytowo-akcyjnych. Ze względu na ograniczenia wartości emisji bez wymogu sporządzania prospektu do wysokości 100 000 EUR, kwoty

<sup>5</sup> European Commission (2016). Commission Staff Working Document: Crowdfunding in the EU Capital Markets Union, SWD(2016) 154 final, Brussels. [https://finance.ec.europa.eu/system/files/2016-10/crowdfunding-report-03052016\\_en.pdf](https://finance.ec.europa.eu/system/files/2016-10/crowdfunding-report-03052016_en.pdf)

<sup>6</sup> <https://beesfund.com/>; <https://inqube.pl/platforma-emisji-crowdfundingowych>

<sup>7</sup> <https://crowdangels.pl>; <https://inqube.pl/platforma-emisji-crowdfundingowych>

<sup>8</sup> <https://www.crowdway.pl>; <https://inqube.pl/platforma-emisji-crowdfundingowych>



pozyskiwane przez spółki akcyjne i komandytowo-akcyjne wynosiły maksymalnie 400 000 zł. Łączna liczba inwestorów w badanym okresie wyniosła 2421, w tym najwięcej inwestorów (725) wsparło kampanię spółki Inne Beczki, a najmniej (7) kampanię Sharevestors.

Przeprowadzone badania wskazują, że w okresie badawczym crowdfunding udziałowy był w fazie startowej, 15 podmiotów pozyskało łącznie na platformach 3 143 785 zł. Na rynku dominował crowdfunding donacyjny, np. Siepomaga.pl, platforma wspierająca przede wszystkim inicjatywy związane z leczeniem. W badanym okresie zebrała prawie 84 mln zł.

**Tabela 1**

Wartość i liczba emisji na platformach crowdfundingowych w modelu udziałowym w latach 2012–2016 (zł)

Rok	Wartość emisji	Liczba emisji
2012	50 000	1
2013	–	–
2014	276 750	2
2015	468 400	4
2016	2 348 235	8

Źródło: opracowano na podstawie danych z bazy Platformy emisji crowdfundingowych (<https://inqube.pl/platforma-emisji-crowdfundingowych>).

W roku 2016 na polskim rynku było 14 platform crowdfundingowych działających w obu modelach, podczas gdy w 2012 – 6. Zwiększyła się liczba platform działających w obu modelach (tab. 2).

**Tabela 2**

Przegląd platform crowdfundingowych w Polsce w latach 2012–2016 według liczby i modelu

Modele crowdfundingu	2012	2013	2014	2015	2016
Liczba platform crowdfundingu	6	7	18	14	14
Modele crowdfundingu:					
model inwestycyjny	1	1	6	4	4
model donacyjny	5	6	12	10	10

Źródło: opracowano na podstawie danych z platform crowdfundingowych (<https://beesfund.com>, <https://crowdangels.pl>, <https://crowdcube.pl>, <https://fans4club.com>, <https://fundujesz.pl>, <https://ideowi.pl>, <https://kolekti.pl>, <https://megatotal.pl>, <https://mintu.me>, <https://myseed.pl>, <https://odpalprojekt.pl>, <https://polakpotrafi.pl>, <https://eockmelon.pl>, <https://siepomaga.pl>).

W okresie 2017–2022 rynek crowdfundingu w Polsce przeszedł duże zmiany. Działalność rozpoczęło wiele nowych platform, szczególnie widoczny jest

trend powstawania platform crowdfundingu udziałowego, co przełożyło się także na wzrost i wartość emisji. W 2020 r. funkcjonowało 8 platform w modelu udziałowym, w kolejnym działalność rozpoczęło 10 platform. W 2022 r. funkcjonowało już 17 platform (tab. 3). Liczba aktywnych platform w modelu donacyjnym wzrosła z 11 w roku 2017 do 15 w 2022.

**Tabela 3**

Przegląd platform crowdfundingowych w Polsce w latach 2017–2022 według liczby i modelu

Modele crowdfundingu	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Liczba platform crowdfundingowych	15	18	21	21	31	32
Modele crowdfundingu:						
model inwestycyjny	4	5	7	8	16	17
model donacyjny	11	13	14	13	15	15

Źródło: opracowano na podstawie danych z platform crowdfundingowych (<https://beesfund.com>, <https://crowdangels.pl>, <https://crowdcube.pl>, <https://fans4club.com>, <https://fundujesz.pl>, <https://ideowi.pl>, <https://kolekti.pl>, <https://megatotal.pl>, <https://mintu.me>, <https://myseed.pl>, <https://odpalprojekt.pl>, <https://polakpotrafi.pl>, <https://eockmelon.pl>, <https://siepomaga.pl>, <https://wspieramkulture.pl>, <https://wsoie-ram.to>, <https://wspolnyprojekt.pl>, <https://wspolnicy.pl>, <https://findfunds.pl>, <https://fundedbyme.com>, <https://smartfunds.pl>, <https://crowdconnect.pl>, <https://www.facebook.com/sharevestors>, <https://stockambit.com>, <https://forc.ee>, <https://www.facebook.com/Investoor.eu>, <https://emiteo.pl>, <https://navigatorcrowd.pl>).

Największe ożywienie, czyli zarówno wzrost liczby, jak i wartości emisji platform w modelu udziałowym, nastąpiło w roku 2019 i trwało do 2021 (tab. 4). W tych trzech latach wzrost wartości i liczby emisji był z roku na rok coraz większy. Ostatecznie rok 2021 został zamknięty wartością pozyskanego kapitału na poziomie ok. 124 mln zł. W okresie od 2017 do 2022 r. platformy współpracowały ze spółkami przy 262 emisjach na kwotę ponad 296 mln zł.

**Tabela 4**

Wartość i liczba emisji na platformach crowdfundingowych w modelu udziałowym w latach 2017–2022 (zł)

Rok	Wartość emisji	Liczba emisji
2017	9 650 627	19
2018	8 800 000	9
2019	48 030 000	43
2020	81 890 000	65
2021	124 630 000	79
2022	25 057 988	48

Źródło: opracowano na podstawie danych z bazy Platformy emisji crowdfundingowych (<https://inqube.pl/platforma-emisji-crowdfundingowych>).

W 2017 r. na czterech platformach finansowanie uzyskało 19 przedsiębiorstw na łączną kwotę 9 650 627 zł. Na platformie Findfunds<sup>9</sup> w trzech emisjach spółki Turtle Team, Scabrosus, Red Dev Studio pozyskały 428 034 zł. Także trzy kampanie odbyły się na platformie Crowdway, pozyskana suma była prawie dziesięciokrotnie wyższa niż na Findfunds i wyniosła 4 140 000 zł. Na platformie Beesfund 12 emisji odbyło się, przy czym pozyskana przez przedsiębiorstwa kwota 3 510 593 zł była niższa niż na Crowdway<sup>10</sup>.

Rok 2018 platformy zamknęły wynikiem ponad 8 mln złotych. Emisje zostały przeprowadzone na platformach: Beesfund, Crowdway, FundedByMe i Findfunds. Rekordowe środki w dotychczasowej historii crowdfundingu udziałowego w Polsce pozyskały na platformie Crowdway dwie spółki: Doctor Brew – 3 244 000 zł i Etno Cafe – 1 161 420 zł.

Od 2019 r. można zaobserwować bardzo duże zainteresowanie spółek pozyskaniem kapitału przez crowdfunding udziałowy. Odbyły się 43 emisje na 6 platformach na sumę 48 030 000 zł. Po raz pierwszy inwestorzy dostarczyli kapitał podmiotom poprzez platformy Smartfunds i Crowdconnect<sup>11</sup>. Na pierwszej z nich odbyła się jedna kampania na kwotę 1 103 650 zł spółki Drago Entertainment, na drugiej – kampania Plantwear na kwotę 1 217 700 zł. Pozostałe emisje odbyły się na platformach: Beesfund (27), Crowdway (6), FundedByMe (2) i Findfunds (6). Po raz pierwszy odbyły się zbiórki na kwotę wyższą niż 4 mln zł, o czym w dalszej części artykułu.

W 2020 r. można zauważyć dalszy dynamiczny wzrost crowdfundingu udziałowego, zarówno pod względem wartości i liczby emisji na platformach, jak i liczby platform. Łącznie odbyło się 65 zbiórek na kwotę ponad 80 mln zł. Najwięcej emisji – 32 odbyło się na platformie Beesfund, a 11 – na Crowdway. Odbyły się także po raz pierwszy 3 emisje na platformie ShareVestors.com<sup>12</sup> (sektor nieruchomości). Kolejny rekord został pobity w 2021 r., kiedy przeprowadzono 79 zbiórek na 14 platformach. Większość środków została zebrana na platformach Beesfund, Crowdway, FundedByMe, Findfunds, Smartfunds i Crowdconnect. Po raz pierwszy przedsiębiorstwa pozyskały środki na inwestycje na platformach StockAmbit<sup>13</sup> (zbiórki Holo4Med i Zonifero na łączną kwotę 4 118 650 zł), Forc.ee<sup>14</sup> (2Riders zebrało 600 000 zł), Crowdcube<sup>15</sup> (jedna emisja na kwotę 102 000 zł), Investoor<sup>16</sup> (jedna zbiórka na kwotę 18 240 zł), Emisje.com<sup>17</sup> (zbiórki Enea Zastal BC Zielona Góra i Karat Recykling na łączną kwotę 1 077 873 zł), Emiteo<sup>18</sup> (IronResorts i KTS Weszło zebrały 8 499 985 zł) i Navigator Crowd<sup>19</sup> (WeirdFish uzyskał 1 216 190 zł).

<sup>9</sup> <https://findfunds.pl>

<sup>10</sup> <https://www.crowdway.pl>; <https://inqube.pl/platforma-emisji-crowdfundingowych>

<sup>11</sup> <https://smartfunds.pl>, <https://crowdconnect.pl>

<sup>12</sup> <https://www.facebook.com/sharevestors>

<sup>13</sup> <https://stockambit.com>

<sup>14</sup> <https://forc.ee>

<sup>15</sup> <https://www.crowdcube.com>

<sup>16</sup> <https://www.facebook.com/Investoor.eu>

<sup>17</sup> <https://emisje.com>

<sup>18</sup> <https://emiteo.pl>

<sup>19</sup> <https://navigatorcrowd.pl>

Trend rosnący na rynku crowdfundingu udziałowego został zahamowany w 2022 r. Odbłyło się 48 emisji na 10 platformach, najwięcej na Beesfund (17). Na Crowdway siedem przedsiębiorstw pozyskało środki w wysokości 2 429 845 zł. Najwięcej w zbiórce zebrała na Beesfund spółka Kolejkowo – 2 240 016 zł. Żadne przedsiębiorstwo nie zebrało powyżej 4 mln zł i można zauważyć, że zmniejszyły się znacznie kwoty pojedynczych zbiórek.

Analizując wybrane kampanie przedsiębiorstw na poszczególnych platformach w okresie 2017–2022, można stwierdzić, że najwięcej emisji odbyło się w badanym okresie na platformie Beesfund (118 emisji, w tym rekordowa liczba 32 emisji w roku 2020 i 27 w 2019). Dwie spółki zakończyły z sukcesem kampanie powyżej 4 mln zł: Wisła Kraków w 2019 r. i Wolf i Oak Distillery w 2020 r., pozyskując niemal 1500 akcjonariuszy i kapitał w wysokości ok. 4,2 mln zł<sup>20</sup>. Bardzo głośną akcją w 2019 r. było zebranie przez klub sportowy Wisła Kraków w nieco ponad 24 godziny 4 mln zł. Akcje swojego klubu kupiło 9125 kibiców inwestorów, co oznacza że średnio jeden kibic kupił akcje za 438 zł. Według rzeczownika platformy Beesfund emisja Wisły Kraków była pierwszą na świecie taką kampanią equity crowdfundingową przeprowadzoną przez klub występujący w najwyższej klasie rozgrywek swojego kraju. Po udanej akcji Wisły Kraków do platformy zgłosiło się ponad 20 klubów reprezentujących różne dziedziny sportu z całej Polski (Wirtualnemedi.pl, 2019). Swoje emisje za pośrednictwem Beesfundu zorganizowały także m.in. browary: Brodacz (1 273 980 zł), Jastrzębie (3 877 276 zł), Brokreacja (1 687 930 zł) czy Mazurska Manufaktura Alkoholi (2 538 924 zł).

Liderem rynku w okresie 2017–2022 była platforma Crowdway z przeprowadzonymi emisjami o wartości prawie 88 mln zł. W 2019 r. na platformie Crowdway<sup>21</sup> odbyły się dwie emisje na kwotę ponad 4 mln zł każda (kategoria alkohole rzemieślnicze). Środki pozyskały w ten sposób Pinta Barrell Brewing i Teńczyńska Okowita. W 2020 r. kampanie o wartości ponad 4 mln zł każda przeprowadziły z sukcesem cztery przedsiębiorstwa (trzy w kategorii alkohole rzemieślnicze: Tenczynek Bezalkoholowe, Browar za miastem, Alembik Polska; jedno z branży konopnej – Kombinat Konopny). Cztery spółki z sektora konopnego i alkoholowego pozyskały ponad 4,4 mln zł każda w 2021 r. (Kombinat Konopny, CanPoland, Alembik Polska, Tenczyńska Okowita). W 2023 r. Kombinat Konopny powtórzył akcję i znowu zebrał 4,5 mln zł.

Rekordowym rokiem dla platformy Crowdway był rok 2021: ponad 40,3 mln zł zebranych przez spółki, 20 emisji akcji, ponad 8,5 tys. inwestycji. Emitenci pozyskali łącznie o 57% więcej środków niż w 2020 r. Siedmiu emitentów prowadziło kampanie po raz drugi, co pokazuje, że spółki, które pozyskały zaufanie inwestorów i realizują cele emisyjne, mogą liczyć na udane kolejne rundy inwestycyjne w tym modelu finansowania. Rok 2021 to także kolejny rekord Kombinatoru Konopnego. Pierwsza emisja spółki (2020), w maksymalnym limicie finansowania 1 mln euro, zakończyła się w ciągu

<sup>20</sup> <https://beesfund.com>

<sup>21</sup> <https://www.crowdway.pl>

38 minut. Kolejna, w 2021 r., również na 1 mln euro, zamknęła się w czasie ponad pięć razy krótszym i rekordowym – 7 minut<sup>22</sup>.

Przedsiębiorstwa z kilku sektorów szczególnie często podejmują działania na platformach crowdfundingowych w celu sfinansowania najważniejszych inwestycji. Największa wartość emisji w 2021 r. przypadła na spółki z sektora gier komputerowych (gaming) – 21,8 % wszystkich emisji w 2021 r. Bardzo aktywne były również spółki z branży konopnej. Trzecie miejsce zajęła branża: aplikacje mobilne, e-commerce i usługi IT (Trzebiński, 2022a, 2023). Wiodącymi sektorami wśród kampanii crowdfundingowych w badanym okresie był sektor konopny, producenci alkoholi rzemieślniczych i studia gamingowe. Analiza funkcjonowania platform equity crowdfundingu w okresie 2017–2022 w obszarze dotyczącym formy organizacyjno-prawnej wspieranych przedsiębiorstw<sup>23</sup> pokazała, że platformy przeprowadziły kampanie dla 201 spółek akcyjnych, 8 prostych spółek akcyjnych, 39 spółek z ograniczoną odpowiedzialnością i 14 spółek komandytowo-akcyjnych. Łączna liczba inwestorów w badanym okresie wyniosła 86 083, w tym najwięcej inwestorów – 9125 wsparło kampanię Wisły Kraków w 2019 r.

## VI. WNIOSKI

Na podstawie przeprowadzonych badań można stwierdzić, że w okresie 2012–2016 crowdfunding udziałowy nie był źródłem pozyskiwania kapitału dla przedsiębiorstw. Powody mogły być różne. Po pierwsze, nieznanomość tego narzędzia wśród przedsiębiorców i brak wiedzy na temat jego korzyści. Należy pamiętać, że pierwsza platforma działająca w modelu udziałowym powstała w 2012 r. Drugim powodem mogła być niechęć do przygotowania profesjonalnej oferty biznesowej przez projektodawcę. Nie wystarczyła bowiem rejestracja w serwisie i przesłanie zgłoszenia. Przygotowanie oferty wymaga wielkiego zaangażowania ze strony twórców i szerokich działań promocyjnych. Kolejnym powodem były zapewne niesprzyjające uwarunkowania prawne, gdyż niejasność przepisów prawa i brak ulg podatkowych mogły zniechęcać inwestorów.

W latach 2012–2022 spółki pozyskały łącznie 299 mln zł. Dla porównania szacunki (Trzebiński, 2022a) wskazują, że użytkownicy platform crowdfundingu donacyjnego w Polsce wpłacili 3,5 mld zł na zrzutki i zbiórki od roku 2008 do końca 2022. Prawie 93% środków wpłacono w ramach crowdfundingu donacyjnego, 4% w modelu opartym na nagrodach i 3% w modelu patronackim. Oznacza to, że rynek crowdfundingu udziałowego w Polsce był ponad 11-krotnie mniejszy niż donacyjnego.

Polski rynek crowdfundingu donacyjnego i sponsorskiego jest zdominowany przez trzech liderów: Siepomaga.pl, Zrzutka.pl i RatujemyZwierzaki.pl. Liderem zbiórek crowdfundingowych w Polsce jest platforma Siepomaga.pl, za

<sup>22</sup> <https://www.crowdway.pl>

<sup>23</sup> <https://inqube.pl/platforma-emisji-crowdfundingowych>

pośrednictwem której zebrano ponad 2,19 mld zł (udział w rynku na poziomie 61%). Na drugim miejscu znajduje się Zrzutka, która pomogła zebrać ponad 900 mln zł (udział w rynku prawie 25%). Trzecie miejsce przypadło serwisowi RatuujemyZwierzaki.pl, który umożliwił przeprowadzenie zbiórek na łączną kwotę ponad 144 mln zł (udział w rynku 4%).

Co miało wpływ na taki rozwój crowdfundingu w Polsce w ostatnich latach? Na pewno pandemia COVID-19 przyczyniła się do znaczącego ożywienia na rynku finansowania społecznościowego, szczególnie jeżeli chodzi o crowdfunding donacyjny. Podczas zamknięcia gospodarki społeczeństwo masowo organizowało i chętnie finansowało zbiórki w sieci na każdy cel, począwszy od charytatywnych, poprzez biznesowe, naukowe, na realizacji hobby skończywszy.

W okresie 2017–2022 rynek crowdfundingu udziałowego w Polsce przeszedł duże zmiany. Finansowaniem społecznym interesują się już nie tylko startupy, ale również dojrzałe biznesy, co może świadczyć o potencjale jego dalszego rozwoju. Z badań Klocka i Motylskiej-Kuźmy (2022) wynika, że polski rynek equity crowdfundingu jest bardzo odporny na tak nieprzewidywalne warunki jak pandemia COVID-19 i rozwija się w bardzo stabilny sposób, chociaż jednocześnie przechodzi trudny proces profesjonalizacji i dopasowywania się do przepisów prawa obowiązujących w UE. Autorzy przeanalizowali dane z czterech głównych platform crowdfundingu udziałowego: Beesfund, Crowdway, Findfunds i Crowdconnect przez pryzmat podstawowych wskaźników efektywności. Wyniki osiągnięte w okresie przed pandemią porównano z latami 2020 i 2021.

Jeżeli chodzi o crowdfunding udziałowy weszły w życie przepisy prawne, które nadały mu ramy formalne i instytucjonalne, co ma przełożyć się w znacznym stopniu na jego rozwój. W latach 2020–2021 było ogromne zainteresowanie inwestorów ofertami akcji w formie crowdfundingu udziałowego ze względu m.in. na bardzo udane debiuty na rynku NewConnect spółek, które prowadziły oferty jeszcze wcześniej. Wiele spółek, szczególnie z popularnych sektorów, takich jak gaming, dało bardzo wysokie stopy zwrotu. W 2022 r. to się zmieniło, ponieważ stopy zwrotu z debiutów na NewConnect nie są takie imponujące (Kwestarz, 2022).

Należy podkreślić, że w 2022 r. nastąpiło ostre hamowanie na rynku crowdinvestingu, rozpoczęte w II połowie 2021 r. Po trzech latach bardzo intensywnego wzrostu wartość rynku spadła do poziomu sprzed 2019 r. Złożyło się na to wiele czynników o charakterze politycznym i makroekonomicznym, przede wszystkim w skali globalnej. Napaść Rosji na Ukrainę spowodowała, że ruch na platformach w pierwszych miesiącach roku praktycznie ustał.

Rynek crowdfundingu udziałowego jest powiązany z koniunkturą na rynkach tradycyjnych. Niepewność wśród inwestorów wzbudzały spadki na światowych giełdach i GPW w Warszawie, kryzys na rynku kryptowalut, spadki wycen startupów, rosnąca inflacja. Te czynniki sprawiły, że inwestycje na rynku crowdfundingu jawiły się jako obciążone ponadprzeciętnym ryzykiem.

Także wzrost stóp procentowych mógł spowodować, że potencjalni inwestorzy zdecydowali się na bezpieczniejsze formy lokowania kapitału. Przyczy-



na stagnacji może być także oczekiwanie na wejście w życie nowych regulacji dotyczących crowdfundingu udziałowego, przede wszystkim na zdobycie przez platformy licencji. Nie jest to problem polski, ale dotyczy wszystkich platform w Unii Europejskiej. Do kwietnia 2023 r. tylko 27 platform w UE uzyskało licencję, w Polsce KNF nie wydała jeszcze żadnej (Uryniuk, 2023). Sam proces licencyjny jest złożony z punktu widzenia dokumentacji, jaką należy przedstawić KNF.

Polski rynek crowdfundingu jest rozdrobniony. W latach 2012–2022 powstało kilkadziesiąt platform, z których część pozostała nieaktywna (nie odbyła się na nich żadna zbiórka), a na części odbyło się kilka zbiórek. Można wskazać także platformy liderów. Dominującym modelem crowdfundingu na platformach był i jest w dalszym ciągu crowdfunding donacyjny. W pierwszym okresie (2012–2016) badania pokazały, że dominującym modelem na rynku był model donacyjny, natomiast crowdinvesting był w fazie powstawania. Analizując zachodzące zmiany na rynku crowdfundingu donacyjnego, można stwierdzić, że w drugim okresie (lata 2020–2022) model crowdfundingu donacyjnego rozwijał się nadal bardzo dynamicznie. Perspektywy jego rozwoju są wciąż ogromne, gdyż realizuje on realne potrzeby. Jest i będzie wiele osób, które potrzebują pomocy, a po drugiej stronie są osoby, które mają możliwości, by pomóc, i chcą to robić. W latach 2019–2021 zaobserwowano także szybki wzrost crowdfundingu udziałowego (więcej platform, więcej emisji, więcej spółek). Znaczący skok liczby emisji i zebranych kwot na platformach od 2019 r. wynikać może z różnych czynników (Bellon, 2019). Pierwszym z nich jest fakt, że w kwietniu 2018 zmieniły się przepisy i od tego momentu w ramach pojedynczej emisji można było zebrać ponad 4 mln zł (1 mln euro), zamiast dotychczasowych 400 tys. zł. Sprawilo to, że crowdfundingiem udziałowym zainteresowały się spółki poszukujące wyższego finansowania. Często takie, które zorganizowały wokół siebie silne społeczności. Na wyniki miały też wpływ głośne i rekordowe emisje, np. Wisły Kraków, Browaru Jastrzębie, Kubota czy Kombinat Konopnego.

Zdaniem członka zarządu Crowdway wartość inwestycji w crowdfunding udziałowy wzrosła, ale to nie znaczy, że jest łatwiej pozyskać finansowanie. Inwestorzy wiedzą coraz więcej, wobec tego wymagają więcej od emitentów. Spółki, które potrafią dobrze komunikować się z rynkiem, zyskują. W trakcie emisji stają się lepiej rozpoznawalne, docierają do nowych klientów, kontrahentów, zwiększają sprzedaż, łatwiej im pozyskać wykwalifikowanych i zaangażowanych pracowników (Zespół Comparic.pl).

Zmieniły się także perspektywy rozwoju crowdfundingu udziałowego. Ważnym krokiem było uregulowanie rynku i objęcie go nadzorem. Platformy będą musiały zadbać o odpowiednią jakość po stronie bezpieczeństwa, w tym komunikacji z inwestorami, co zwiększy transparentność i bezpieczeństwo inwestorów. Zwiększenie pięciokrotne limitu oferty publicznej do 5 mln euro w perspektywie czasu wpłynie na większe zainteresowanie ofertami z tego rynku i postrzeganie crowdfundingu udziałowego jako alternatywnego sposobu finansowania. Dotychczasowy limit wynosił 1 mln euro, co ograniczało dostępność tej formy finansowania dla dużych projektów. Jak zmiana dotycząca pod-

wyższenia limitu może wpłynąć na przyszłość polskiego rynku equity crowdfundingu? Jednym z przykładów zwiększenia limitu dla kampanii equity crowdfundingu jest rynek amerykański. W marcu 2021 r. Amerykańska Komisja Papierów Wartościowych i Giełd (SEC) podniosła roczny limit zbiórek z 1,07 mln do 5 mln dolarów. Spowodowało to trzycyfrowy wzrost wartości amerykańskiego rynku equity crowdfundingu w roku 2021 w stosunku do 2020. Wartość amerykańskiego rynku crowdfundingu udziałowego przekroczyła 500 mln dolarów w 2021 r. w porównaniu z 214,9 mln dolarów rok wcześniej (Studenckie Koło Naukowe PROFIT, 2022).

Pisząc o perspektywach rozwoju crowdfundingu udziałowego, należy także wziąć pod uwagę kwestię uzyskania licencji przez platformy. Nie wiadomo, czy wszystkie platformy działające w tym modelu na rynku dostosują się do nowych wymagań i uzyskają licencję KNF. Z jednej strony licencje spowodują podwyższenie standardów i poziomu bezpieczeństwa dla inwestorów, z drugiej – rynek może się zmniejszyć, bardziej zmonopolizować, jeżeli np. część platform nie uzyska pozwolenia. Wówczas może wpłynąć to niekorzystnie na jego rozwój.

Jednak za tym, że w Polsce crowdfunding udziałowy jako forma inwestowania i finansowania projektów będzie coraz popularniejsza, przemawia m.in. rozwój sektora na bardziej dojrzałych rynkach inwestycyjnych. Warto też zauważyć, że obecnie w krajach UE dynamiczniej niż crowdfunding udziałowy rozwija się crowdlending. Licencjonowanie może spowodować, że i na polskim rynku pojawią się podmioty, które będą realizowały kampanie pożyczkowe dla sektora MŚP oraz nieruchomości (Wielądek, 2023).

Porównując model donacyjny i udziałowy, ten ostatni nadal pozostaje słabiej rozwiniętą formą, ale analizując rynek crowdfundingu udziałowego w latach 2012–2022 można zaobserwować coraz większe możliwości jego wykorzystania przez przedsiębiorstwa jako źródła finansowania.

## VII. PODSUMOWANIE

Dostęp do kapitału jest jednym z problemów, z jakim mają do czynienia właściciele przedsiębiorstw z sektora MŚP w Polsce. Brak kapitału na realizację przedsięwzięć (np. o charakterze innowacyjnym) może przełożyć się na pogorszenie pozycji konkurencyjnej przedsiębiorstwa. Kapitał jest więc podstawą do rozwoju przedsiębiorstw. Bariery finansowe przejawiają się przede wszystkim w utrudnionym dostępie do funduszy. Dotyczy on zwłaszcza mikroprzedsiębiorstw i osób rozpoczynających działalność gospodarczą. Wynika to z faktu niskiego stopnia zaangażowania sektora bankowego w finansowanie rozwoju MŚP. W przypadku wielu projektów zapotrzebowanie na finansowanie nie jest zaspokajane przez środki pochodzące z istniejących źródeł finansowania, co określa się jako lukę w finansowaniu. Na podstawie przeprowadzonych badań można więc stwierdzić, że w Polsce crowdfunding udziałowy w niewielkim stopniu uzupełnia tradycyjne źródła finansowania przedsiębiorstw. Moż-

na jednak zauważyć duży wzrost jego roli w finansowaniu przedsiębiorstw. W okresie 2012–2016 finansowanie dotyczyło 15 spółek, w okresie 2017–2022 już 262. Łączna kwota uzyskanych w crowdfundingu udziałowym środków przez przedsiębiorstwa w okresie wcześniejszym wyniosła 3,1 mln zł, a później już ponad 296 mln zł.

Crowdfunding udziałowy może stanowić wsparcie dla przedsiębiorczości pod względem zwiększenia dostępu do finansowania, ale również w kontekście dodatkowych badań rynku i narzędzi marketingowych, które mogą pomóc przedsiębiorcom w pozyskaniu odpowiedniej wiedzy o klientach i promocji w mediach<sup>24</sup>. Poza aspektami finansowymi i marketingowymi zaletami pozyskiwania kapitału w takiej formie jest współtworzenie produktu lub usługi przez internautów, walidacja przedsięwzięcia w oczach profesjonalnych inwestorów i szansa na zgromadzenie społeczności i ambasadorów marki (Malinowski, 2016).

Decyzje odnośnie do wyboru źródeł finansowania projektów innowacyjnych należą do strategicznych z punktu widzenia przedsiębiorstwa. Ciekawe więc będą dalsze badania nad czynnikami wpływającymi na podjęcie decyzji o finansowaniu projektów przez crowdfunding udziałowy i z innych źródeł czy też badania bardziej zagłębiające się w społeczno-ekonomiczne znaczenie kapitałowego finansowania społecznościowego.

## Bibliografia

- Agrawal, A., Catalini, Ch., i Golfarb, A. (2015). Crowdfunding: Geography, social networks, and the timing of investment decisions. *Journal of Economics & Management Strategy*, 24(2), 253–274. <https://doi.org/10.1111/jems.12093>
- Allison, T. H., Blakley, C. D., Short, J. C., i Webb, J. W. (2014). Crowdfunding in a prosocial micro-lending environment: Examining the role of intrinsic versus extrinsic cues. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39(1), 53–73. <https://doi.org/10.1111/etap.12108>
- Bańka, M., Boulangé, P., Kukurba, M., Miklaszewicz, S., Trzebiński, A. A., i Waszkiewicz, A. (2022). *Crowdfunding: Research & practice*. Difin.
- Belleflamme, P., Lambert, T., i Schwienbacher, A. (2013). Individual crowdfunding practices. *Venture Capital*, 15(4), 313–333. <https://doi.org/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>
- Bellon, M. (2019, 19 sierpnia). Historyczny wynik polskiego crowdfundingu udziałowego. Pomogła zbiórka Wisły Kraków. <https://businessinsider.com.pl/poradnik-finansowy/inwestowanie/beesfund-30-mln-zl-zebranych-z-pomoca-crowdfundingu-udzialowego/g2ktkqt>
- Borello, G., Crescenzo, V., i Pichler, F. (2019). Factors for success in European crowdinvesting. *Journal of Economics and Business*, 106(C). <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2019.05.002>
- Brem, A., i Wassong, N. (2014). Wer investiert warum? Eine Analyse von Investmententscheidungen bei Crowdfunding-Projekten. *Zeitschrift für KMU und Entrepreneurship*, 62(1), 31–55. <https://doi.org/10.3790/zfke.62.1.31>

---

<sup>24</sup> European Commission (2014). Uwolnienie potencjału finansowania społecznościowego w Unii Europejskiej, s. 5, [https://mac.gov.pl/.../komunikat\\_komisji\\_europejskiej\\_o\\_finansowaniu\\_spolecznosci](https://mac.gov.pl/.../komunikat_komisji_europejskiej_o_finansowaniu_spolecznosci)

- Burkett, E. (2011). Crowdfunding exemption? Online investment crowdfunding and U.S. securities regulation transactions. *The Tennessee Journal of Business Law*, 13(1), 63–106. <https://ir.law.utk.edu/transactions/vol13/iss1/4>
- Cumming, D. J., Leboeuf, G., i Schwienbacher, A. (2020). Crowdfunding models: Keep-it-all vs. all-or-nothing. *Financial Management*, 49(2), 331–360. <https://doi.org/10.1111/fima.12262>
- Dziuba, D. (2012). Rozwój systemów crowdfundingu – modele, oczekiwania i uwarunkowania. *Problemy Zarządzania*, 3(38), 83–103.
- Dziuba, D. (2015). *Ekonomika crowdfundingu. Zarys problematyki badawczej*. Difin.
- 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>
- Gemra, K., i Hościłowicz, P. (2021). Świadomość funkcjonowania crowdfundingu. *Gospodarka Narodowa*, 2(306), 67–90. <https://doi.org/10.33119/GN/134629>
- Gerber, E., Hui, J., i Kuo, P.-Yi (2012). Crowdfunding: Why people are motivated to post and fund projects on crowdfunding platforms. *Proceedings of the International Workshop on Design, Influence, and Social Technologies: Techniques, Impacts and Ethics*, 2, 11, 1–10. [https://www.researchgate.net/profile/Pei-Yi-patriciaKuo/publication/261359489\\_Crowdfunding\\_Why\\_People\\_are\\_Motivated\\_to\\_Post\\_and\\_Fund\\_Projects\\_on\\_Crowdfunding\\_Platforms/links/00463533f6db1c5c01000000/Crowdfunding-Why-People-are-Motivated-to-Post-and-Fund-Projects-on-Crowdfunding-Platforms.pdf](https://www.researchgate.net/profile/Pei-Yi-patriciaKuo/publication/261359489_Crowdfunding_Why_People_are_Motivated_to_Post_and_Fund_Projects_on_Crowdfunding_Platforms/links/00463533f6db1c5c01000000/Crowdfunding-Why-People-are-Motivated-to-Post-and-Fund-Projects-on-Crowdfunding-Platforms.pdf)
- Giudici, G., Nava, R., Rossi, C., i Verecondo, Ch. (2012). Crowdfunding: The new frontier for financing entrepreneurship? Social Science Research Network Scholarly Paper no. 2157429. <https://ssrn.com/abstract=2157429>
- Gomulski, K. (2021). Crowdfunding udziałowy jako metoda finansowania inwestycji w branży piwowarstwa rzemieślniczego w Polsce. *Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie*, 60(3), 70–81. <https://doi.org/10.33119/KNpP.2021.60.3.5>
- Jasiuk, E., i Wosiek, R. (2022). Crowdfunding jako źródło finansowania przedsiębiorstw w Polsce – problemy ekonomiczne i prawne. *Ius Novum*, 1(16), 27–44. <https://doi.org/10.26399/iusunovum.v16.1.2022.2/e.jasiuk/r.wosiek>
- Kędzierska-Szczepaniak, A. (2017). Perspektywy rozwoju crowdfundingu udziałowego w Polsce. *Zarządzanie i Finanse*, 15(4), 211–224. [https://wzr.ug.edu.pl/zif/6\\_13.pdf](https://wzr.ug.edu.pl/zif/6_13.pdf)
- Kłoczek, P., i Motylska-Kuzma, A. (2022). The Polish market of equity crowdfunding – pre and during pandemic COVID-19 situation. W: N. T. Nguyen, R. Kowalczyk, J. Mercik i A. Motylska-Kuzma (red.), *Transactions on computational collective intelligence XXXVII. Lecture Notes in Computer Science* (s. 136–156). Springer.
- Kordela, D. (2016). Crowdfunding w Polsce – koncepcja finansowania społecznościowego. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Rachunkowość na rzecz zrównoważonego rozwoju. Gospodarka – etyka – środowisko*, 436, 143–153. <https://doi.org/10.15611/pn.2016.436.15>
- Kordela, D. (2018). Diagnoza rozwoju crowdfundingu udziałowego w Polsce. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu* 531, 241–252. <http://dx.doi.org/10.15611/pn.2018.531.22>
- Kordela, D. (2019). Crowdinvesting – a new category of high-risk investments: Polish perspective. *Journal of International Economic Research*, 5(1), 50–60. <https://irissymposium.wixsite.com/website-1>
- Koziół-Nadolna, K. (2015). Crowdfunding jako źródło finansowania innowacyjnych projektów. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 73, 671–683. [https://wneiz.pl/nauka\\_wneiz/frfu/73-2015/FRFU-73-671.pdf](https://wneiz.pl/nauka_wneiz/frfu/73-2015/FRFU-73-671.pdf)
- Koziół-Nadolna, K. (2016). Funding innovation in Poland through crowdfunding. *Journal of Entrepreneurship, Management and Innovation*, 12(3), 7–30. <https://jemi.edu.pl/vol-12-issue-3-2016/funding-innovation-in-poland-through-crowdfunding>
- Koziół-Nadolna, K. (2018). Wykorzystanie modelu otwartych innowacji na przykładzie współpracy ze start-upami. *Studia i Prace WNEiZ US*, 52(1), 67–76. <https://doi.org/10.18276/sip.2018.52/1-06>
- Koziół-Nadolna, K. (2018a). Crowdfunding a model otwartej innowacji. W: A. Pluszyńska i A. Szopa (red.), *Crowdfunding w Polsce* (s. 91–107). Wydawnictwo Uniwersytetu Jagiellońskiego.

- Kozioł-Nadolna, K., i K. Beyer. (2021). Barriers to innovative activity in the sustainable development of public sector organizations. *Procedia Computer Science*, 192, 4376–4385. <https://doi.org/10.1016/j.procs.2021.09.214>
- Król, K. (2013). *Crowdfunding. Od pomysłu do biznesu, dzięki społeczności*. crowdfunding.pl
- Krupa, D., i Żołądkiewicz, A. (2017). Equity crowdfunding as a form of financing projects in Poland. *Przedsiębiorczość i Zarządzanie*, 18, 181–197. <http://piz.san.edu.pl/docs/e-XVIII-1-1.pdf>
- Kuppuswamy, V., i Bayus, B. L. (2013). Crowdfunding creative ideas: The dynamics of project backers in kickstarter. *SSRN Electronic Journal*, 5, 1–37. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2234765>
- Kuppuswamy, V., i Bayus, B. L. (2018). A review of crowdfunding research and findings. W: P. N. Golder i D. Mitra (red.), *Handbook of research on new product development* (s. 361–374). Edward Elgar Publishing.
- Kwestarz, P. (2022, 9 lutego). Crowdfunding udziałowy w Polsce zamarł, bo stopy zwrotu z debiutów na NewConnect nie są imponujące. Tymczasem statystyki są lepsze niż z IPO w USA. Strefa inwestorów. <https://strefainwestorow.pl/artykuly/crowdfunding/20220209/crowdfunding-udzialowy>
- Łukowski, M., i Zygmantowski, P. (2019). The role of crowdfunding in reducing the equity gap in Poland. *Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny*, 81(3), 185–201. <https://doi.org/10.14746/rpeis.2019.81.3.12>
- Majewski, P. (2020). Crowdfunding – cechy i typologia. *Gospodarka Narodowa*, 1, 139–152. <http://doi.org/10.33119/GN/116618>
- Makowska, M. (2013). *Analiza danych zastanych. Przewodnik dla studentów*. Scholar.
- Malinowski, B. (2016, 9 czerwca). Co warto wiedzieć o crowdfundingu udziałowym – nowej formie finansowania startupów? <https://bfmalinowski.pl/blog/co-powinniscie-wiedziec-crowdfunding-udzialowy/>
- Mitrega-Niestrój, K. (2013). Crowdfunding – doświadczenia światowe i polskie. *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, sectio H – Oeconomia*, 47(4), 87–94. [http://cejsh.icm.edu.pl/cejsh/element/bwmeta1.element.ojs-doi-10\\_17951\\_h\\_2013\\_47\\_4\\_87?q](http://cejsh.icm.edu.pl/cejsh/element/bwmeta1.element.ojs-doi-10_17951_h_2013_47_4_87?q)
- Mollick, E. (2014). The dynamics of crowdfunding: An exploratory study. *Journal of Business Venturing*, 29(1), 1–16. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2013.06.005>
- Moritz, A., i Block, J. H. (2016). Crowdfunding: A literature review and research directions. W: D. Brüntje i O. Gajda (red.), *Crowdfunding in Europe: FGF studies in small business and entrepreneurship* (s. 25–53). Springer.
- Motyłska-Kuźma, A. (2018). Equity crowdfunding – doświadczenia polskie. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 530, 117–126. <https://dbc.wroc.pl/dlibra/publication/102416/edition/59646>
- Pluszyńska, A., i Szopa, A. (red.). (2018). *Crowdfunding w Polsce*. Wydawnictwo Uniwersytetu Jagiellońskiego.
- Schwienbacher, A., i Larralde, B. (2010). Crowdfunding of small entrepreneurial ventures. W: *Handbook of entrepreneurial finance*. Oxford University Press. <http://ssrn.com/abstract=1699183>
- Sieradzka, K. (2020). Crowdfunding as a source for start-up financing in Poland. *Scientific Papers of Silesian University of Technology, Organization and Management series* 147, 247–258. <https://managementpapers.polsl.pl/wp-content/uploads/2020/09/147-Sieradzka.pdf>
- Solvio, V. (2019). Sustainability in equity crowdfunding. *Technological Forecasting & Social Change*, 141(C), 98–106. <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2018.07.014>
- Stemler, A. R. (2013). The JOBS Act and crowdfunding: Harnessing the power – and money – of the masses. *Business Horizons*, 56, 271–275. <https://ssrn.com/abstract=2463488>
- Studenckie Koło Naukowe PROFIT. (2022, 21 marca). Rynek equity crowdfundingu w przededniu (r)ewolucji. Czy stanowi konkurencję dla rynku venture capital? FXMAG. <https://www.fxmag.pl/artykul/rynek-equity-crowdfunding-u-w-przededniu-rewolucji-czy-stanowi-konkurencje-dla-rynk-u-venture-capital>
- Trzebiński, A. (2022a). *Crowdfunding udziałowy 3.0. 2021*. Związek Przedsiębiorstw Finansowych w Polsce. [https://zpf.pl/pliki/raporty/raport-crowdfunding-udzialowy\\_2022.pdf](https://zpf.pl/pliki/raporty/raport-crowdfunding-udzialowy_2022.pdf)

- Trzebiński, A. (2022b). Jak zmniejszyć asymetrię informacji na rynku crowdfundingu udziałowego w Polsce? *Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny*, 84(3), 155–170. <https://doi.org/10.14746/rpeis.2022.84.3.10>
- Trzebiński, A. (2023). *Crowdfunding donacyjny i sponsorski w Polsce 2022*. Związek Przedsiębiorstw Finansowych w Polsce. [https://static.fintek.pl/uploads/2023/02/raport-crowdfunding-donacyjny\\_2022\\_20230206.pdf](https://static.fintek.pl/uploads/2023/02/raport-crowdfunding-donacyjny_2022_20230206.pdf)
- Uryniuk, G. (2023, 27 kwietnia) Trudny rok dla start-upów zakończony. Czas na poprawę. <https://www.parkiet.com/crowdfunding/art38408151-trudny-rok-dla-start-upow-zakonczony-czas-na-poprawe>
- Wielądek, P. (2023, 30 stycznia). To były trudne/dziwne 12 miesięcy – podsumowanie 2022 roku i perspektywa na 2023 oczami osób z branży. CrowdReview. <https://crowdreview.pl/dla-inwestora/to-byly-trudne-dziwne-12-miesiecy-podsumowanie-2022-roku-i-perspektywa-na-2023-oczami-osob-z-branzy/>
- Wilson, K. E., i Testoni, M. (2014). Improving the role of equity crowdfunding in Europe’s capital markets. *Bruegel Policy Contribution*, 9, 1–14. <https://www.bruegel.org/policy-brief/improving-role-equity-crowdfunding-europes-capital-markets>
- Wirtualnemedi.pl. (2019, 16 lutego). Akcje Wisły Kraków kupowane emocjami, crowdfunding będzie się liczył w finansowaniu sportu. <https://www.wirtualnemedi.pl/arttykul/akcje-wisly-krakow-kupowane-emocjami-crowdfunding-bedzie-sie-liczyl-w-finansowaniu-sportu>
- Zespół Comparic.pl. (2022, 11 stycznia). Crowdway liderem na rynku – Crowdfunding udziałowy odnotował rekordowy 2021 r. <https://comparic.pl/crowdway-liderem-na-rynku-crowdfunding-udzialowy-odnotowal-rekordowy-2021-r/>