

Kamil GEMRA*

 0000-0001-5292-2363

Piotr HOŚCIELOWICZ**

 0000-0002-3960-7163

Świadomość funkcjonowania crowdfundingu

Streszczenie: Młode zjawisko crowdfundingu udziałowego w ostatnich latach zyskuje w Polsce na popularności. Pomimo rosnącego zainteresowania dalej jest zagadnieniem niedostatecznie przebadanym. Celem pracy jest określenie poziomu świadomości studentów studiów licencjackich Szkoły Głównej Handlowej w zakresie crowdfundingu udziałowego oraz ocena potencjału rozwoju tego zjawiska. W artykule postawiono dwie hipotezy. W pierwszej zakłada się, że im wyższy rok studiów, tym świadomość studentów na temat crowdfundingu – w tym crowdfundingu udziałowego – jest większa. W drugiej wyższy rok studiów odpowiadać ma zarówno wzrostowi potencjalnego zainteresowania w przyszłości, jak i deklarowanej kwoty możliwej do przeznaczenia w kampanii. Do zweryfikowania hipotez wybrano metodę kwestionariuszową, posługując się narzędziem ankiety. Za punkt odniesienia przyjęto niemieckie badania „Crowdfunding Barometer”. Dodatkowo zdecydowano się na przeprowadzenie wywiadów pogłębionych z wybranymi studentami, by poznać w szczególności wpływ czynników pozaekonomicznych na kształtowanie decyzji inwestycyjnych oraz charakter emocji towarzyszący kampaniom udziałowego finansowania społecznościowego. Praca stanowi początek studiów nad zjawiskiem crowdfundingu, a jej wyniki mogą być punktem wyjścia do bardziej kompleksowych badań, również w pozostałych grupach społecznych. Analiza otrzymanych rezultatów sugeruje niepełne zrozumienie pojęcia crowdinvestingu. Postuluje się zatem przeprowadzenie działań edukacyjnych, szczególnie przybliżających obowiązujące regulacje. Świadomość ryzyka oraz specyfiki

* Instytut Finansów Korporacji i Inwestycji, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Polska, e-mail: kgemra@sgh.waw.pl

** Student, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Polska, e-mail: hoscilowiczpiotr@gmail.com

kampanii crowdfundingu udziałowego przełożyłaby się na efektywniejsze decyzje inwestycyjne potencjalnych kapitałodawców w przyszłości.

Słowa kluczowe: crowdfunding, crowdinvesting

Kod klasyfikacji JEL: G10

Artykuł złożony 19 czerwca 2020 r., w wersji poprawionej nadesłany 29 października 2020 r.,
zaakceptowany 18 marca 2021 r.

Crowdfunding Awareness in Poland

Abstract: Equity crowdfunding is a new and quickly growing form of raising funds. It has developed dynamically in Poland in recent years. Despite its increasing popularity, however, this fundraising method has yet to be sufficiently studied. The aim of this article is to offer a general analysis of how equity crowdfunding is perceived and how its development prospects are assessed by undergraduate studies at the SGH Warsaw School of Economics. The article contains two hypotheses. The first one assumes that the higher the year of study, the more knowledge students have about crowdfunding. The second hypothesis assumes that the higher the year of study, the more likely the students are to increase their interest in crowdfunding in the future and the higher the level of their declared financial involvement. To validate these hypotheses, a questionnaire method using survey tools was chosen. The German Crowdfunding Barometer was taken as a reference. Additionally, it was decided to conduct in-depth interviews with selected students to learn in particular about the impact of non-economic factors on investment decisions. This paper marks the beginning of research on crowdfunding. An analysis of the obtained results reveals an incomplete understanding of the concept of crowdinvesting. Therefore, educational activities are recommended.

Keywords: crowdfunding, crowdinvesting

JEL classification code: G10

Article submitted June 19, 2020, revision received October 29, 2020,
accepted for publication March 18, 2021.

Wprowadzenie

Zjawisko finansowania społecznościowego jest stosunkowo nowym sposobem zdobywania kapitału na różne przedsięwzięcia. Dotyczy to zarówno wsparcia prowadzonych projektów, jak i zdobycia kapitału, który może finansować rozwój przedsiębiorstw. Finansowanie społecznościowe, znane szerzej jako *crowdfunding*, zaczęło się rozwijać po światowym kryzysie z 2008 roku. Chodziło wówczas o znalezienie zarówno alternatywnych form finansowania, jak i inwestowania po turbulencjach, jakie wystąpiły na światowym rynku finansowym. Specyficznym rodzajem crowdfundingu jest *equity crowdfunding*, zwany też crowdinvestingiem, w którym uczestnicy stają się współwłaścicielami przedsiębiorstwa pozyskującego kapitał. Ich celem jest zarobienie

na wzroście wartości posiadanych udziałów bądź akcji. Jest to zatem nowa forma finansowania, ale też inwestowania alternatywnego.

Equity crowdfunding w Polsce rozwija się od kilku lat za sprawą powstających platform, które służą do przeprowadzania zbiórek tego typu. Nadal jest to jednak pojęcie mało znane i nie do końca rozumiane. W artykule zaprezentowano badanie znajomości tego zagadnienia przez studentów Szkoły Głównej Handlowej, którzy już jako absolwenci będą się zajmowali finansowaniem przedsiębiorstw, ale też inwestowaniem swoich nadwyżek finansowych, zatem warto, aby już na studiach znali zasady funkcjonowania crowdfundingu.

Celem artykułu jest określenie świadomości wybranej grupy badawczej w zakresie crowdfundingu udziałowego oraz ocena potencjału rozwoju tego obszaru w badanej populacji. Świadomość rozumiana jest w trzech aspektach: znajomości, zrozumienia oraz zaangażowania. Ze względu na fakt, że udziałowe finansowanie społecznościowe jest stosunkowo młodą formą pozyskania kapitału, kategoria trzecia rozpatrywana jest w dwóch aspektach. Pierwszy dotyczy dotychczasowego poziomu zaangażowania, natomiast drugi – potencjalnego uczestnictwa w crowdfundingu udziałowym w przyszłości.

Za grupę badawczą przyjęto studentów studiów licencjackich Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie. Populacja ta liczy około 4500 osób. W dalszych rozważaniach założono, że otrzymane wyniki z próby celowej posłużą jako punkt odniesienia do analizy oraz ostrożnego wnioskowania dla wybranej grupy.

W artykule postawiono dwie hipotezy. W pierwszej zakłada się, że im wyższy rok studiów, tym świadomość studentów studiów licencjackich SGH na temat crowdfundingu, w tym crowdfundingu udziałowego, jest większa. W drugiej hipotezie zakłada się, że im wyższy rok studiów, tym potencjalnie zainteresowanie w przyszłości oraz deklarowana kwota możliwa do przeznaczenia na kampanię crowdfundingu udziałowego w wybranej populacji będą większe.

Do zweryfikowania hipotez wybrano metodę kwestionariuszową w postaci metody ankietowej. Samą ankietę stworzono za pomocą narzędzia Formularze Google, pozwalającego tworzyć anonimowe ankiety internetowe. Wybór argumentowany jest możliwością standaryzacji oraz porządkowania pytań, co umożliwi efektywne analizowanie odpowiedzi. Dodatkowo, jak zauważa S. Stachak, metody kwestionariuszowe „pozwalają poznawać procesy i predyspozycje psychiczne, które są z natury swej nieobserwowalne i przez to niepoznawalne albo trudno poznawalne innymi metodami” [Stachak, 2006: 173]. Na podstawie przytoczonego cytatu uznano, że pojęcie świadomości można zaliczyć do wyżej opisanej kategorii.

Dodatkowo, w celu porównania stopnia świadomości badanej grupy społecznej, również w stosunku do badanych w innych krajach, ankietę upodobniono w pewnym stopniu do różnych badań w tym zakresie. Odniesieniem są niemieckie badania przeprowadzane przez portal crowdfunding.de o nazwie „Crowdfunding Barometer” [Crowdfunding.de, 2018].

Celem pełniejszego poznania (w szczególności) motywacji oraz wpływu czynników pozaekonomicznych na decyzje dotyczące udziału w kampanii, a także emocji towarzyszących crowdinvestingowi, przeprowadzono również

wywiady pogłębione. Do udziału w nich zaproszono dziesięcioro studentów. Połowa z nich nie miała nigdy wcześniej doświadczenia w inwestowaniu w akcje tradycyjnie. Druga połowa natomiast aktywnie prowadziła rachunek w domu maklerskim.

W Polsce nie podjęto dotychczas próby przeprowadzenia podobnych badań. Tym bardziej pierwsze badanie pilotażowe będzie mogło stanowić punkt wyjścia do szerszych oraz bardziej kompleksowych badań w przyszłości. Zbliżone badania prowadzone są regularnie w innych krajach, np. Niemczech. Ich wyniki służą jako płaszczyzna odniesienia dla oceny uzyskanych rezultatów.

Istota *equity crowdfunding*

Jednym z największych wyzwań, które stoi przed przedsiębiorcami, jest pozyskanie kapitału na dalszy rozwój działalności. Sytuacja ta występuje w szczególności na początku aktywności gospodarczej i związana jest z niedostatecznymi przepływami pieniężnymi oraz asymetrią informacji u inwestorów co do jakości przedsięwzięcia [Cash, Cummings, Hughes, 2009, za: Brem i in., 2016]. Komisja Europejska [2018] zwraca uwagę, że od globalnego kryzysu finansowego z 2007 roku, dostęp do kapitału stał się jednym z najbardziej przytłaczających problemów dla małych i średnich przedsiębiorstw. Dodatkowym utrudnieniem, z którym muszą się mierzyć młode firmy, jest różnorodność instrumentów finansowych potrzebnych na kolejnych etapach rozwoju [Wilson, Silva, 2013]. Kapitał pozyskiwany jest wtedy z różnych zewnętrznych źródeł, do których zaliczają się fundusze *venture capital*, banki, firmy leasingowe czy osoby prywatne [Cash i in., 2009, za: Brem i in., 2016] w postaci np. rodziny czy znajomych przedsiębiorców [Agrawal, Catalini, Goldfarb, 2014]. Wielu nowym przedsięwzięciom nie udaje się jednak pozyskać odpowiedniej ilości kapitału, ponieważ ich liderzy nie są w stanie przekonać inwestorów do pomysłu oraz przekazać im konkretnych informacji dotyczących tego, na co będą przeznaczone środki [Lambert, Schwienbacher, 2010].

Kiedy tradycyjne źródła pozyskiwania kapitału nie są dostępne, pozostają źródła alternatywne. Jednym z nich jest *crowdfunding* udziałowy. Samym terminem *crowdfunding* określa się metodę pozyskania wkładów pieniężnych od dużej liczby inwestorów na wsparcie określonego projektu, produktu lub pomysłu biznesowego [Wenzlaff, Gumpelmaier, Eisfeld-Reschke, 2012], przy wykorzystaniu platformy cyfrowej [Freedman, Nutting, 2015]. Jednym z jego zasadniczych założeń, w przeciwieństwie do tradycyjnych inwestycji finansowych, jest otwartość dla szerszej społeczności [Blohm, Leimeister, Wenzlaff, Gebert, 2013, za: Brem i in., 2016]. *Crowdfunding* wywodzi się z pojęcia *crowdsourcing*, które powstało z połączenia dwóch słów *crowd* i *outsourcing*, wskazując na zlecenie określonych funkcji grupie osób z zewnątrz [Kleman, Voss, Rieder, 2008]. Terminu tego użył po raz pierwszy Howe [2006], który zdefiniował *crowdsourcing* jako „czynność podjęcia pracy tradycyjnie wykonywanej przez wyznaczonego agenta (zwykle pracownika) i zlecenia jej do

nieokreślonej, zazwyczaj dużej liczby osób w formie otwartego ogłoszenia”. *Crowdfunding* ma również pewne cechy wspólne z obszarem mikrofinansów [Mollick, 2014], będąc blisko związanym ze zjawiskiem mikropożyczek [Vitale, 2013]. Szerokie pojęcie crowdfundingu obejmuje cztery modele istotnie różniące się między sobą [Covin, Crescenzo, Riberio-Soriano, 2020], do których zaliczają się modele: donacyjny (*donation-based*), oparty na nagrodach (*reward-based*), pożyczek społecznościowych (*crowdlending*) oraz udziałowy (*equity-based*) [Brem i in., 2016].

Model crowdfundingu udziałowego różni się od innych form tym, że pozwala wspierającym na otrzymanie udziału w kapitale przedsiębiorstwa [Malaga, Mamonov, 2018]. Kapitałodawcy otrzymują jako świadczenie zwrotne jednostki udziałowe w kapitale zakładowym [Bartosiewicz, 2019: 53–54]. Termin ten używany jest zamiennie z pojęciami *crowdinvestingu* [Brem, Jovanovic, Tomczak, 2014, za: Brem i in., 2016] oraz *investment crowdfundingu* [Barnett, 2013]. W literaturze polskiej można się spotkać z odpowiednikiem udziałowego finansowania społecznościowego [Grodzka, 2016]. Podczas kampanii crowdfundingu udziałowego przedsiębiorca ustala, ile środków pieniężnych ma zamiar pozyskać w zamian za określony wcześniej udział procentowy w kapitale firmy [Borello, Crescenzo, Pichler, 2019]. Zadanie oszacowania wartości młodego przedsiębiorstwa jest skomplikowane, szczególnie w przypadku firm bez historii finansowej [Turan, 2015]. Udziałowe finansowanie społecznościowe łączy w sobie cechy charakterystyczne dla publicznego i prywatnego rynku kapitałowego. O ile szeroka społeczność uczestniczy na etapie pozyskiwania kapitału, o tyle później często trudno sprzedać zakupione udziały na rynku wtórnym [Cox, Nguyen, Rich, 2019]. Wyjście z inwestycji najczęściej wymaga przeprowadzenia IPO¹ lub procesu M&A² [Vismara, 2019].

Nawet jeżeli pozyskanie kapitału przez młode przedsiębiorstwo z innych źródeł jest możliwe, zarządzający nim mogą uznać *crowdinvesting* za wybór lepszy niż tradycyjne instrumenty finansowe [Borello, Crescenzo, Pichler, 2019]. Kampania crowdfundingu udziałowego jest często również szybszym sposobem na zdobycie niezbędnych środków, nawet jeśli inwestorzy instytucjonalni w postaci funduszy *venture capital* oraz aniołów biznesu są dostępni [Wallmeroth, Wirtz, Gorth, 2018, za: Borello, Crescenzo, 2019]. Pomimo tego, że kwota pojedynczej inwestycji jest niewielka, to łącznie stanowią one mogą sumę porównywalną do tej powierzanej przez inwestorów instytucjonalnych [Larralde, Schwienbacher, 2012]. Co więcej, wyżej wymienione podmioty angażują się po stronie kapitałodawców w crowdfundingu udziałowym. Wynika to z faktu, że platformy *crowdinvestingu* oferują szeroki wybór młodych przedsiębiorstw, z potencjalnie wysokim zwrotem. Umożliwia to dywersyfikację ryzyka na wiele przedsięwzięć oraz ograniczenie kosztów inwestycji, ponieważ za obsługę procesu odpowiada platforma [AIG, 2016].

¹ IPO (*Initial Public Offering*) – pierwsza oferta publiczna akcji.

² M&A (*Mergers & Acquisitions*) – termin obejmuje procesy fuzji i przejęć przedsiębiorstw.

Motywy działania inwestorów biorących udział w procesie udziałowego finansowania społecznościowego różnią się od motywacji spotykanych w przypadku tradycyjnych źródeł pozyskania kapitału. Są one również inne od tych, które biorą pod uwagę uczestnicy w pozostałych rodzajach crowdfundingu. Motywacja do inwestowania, by zostać udziałowcem danej firmy, jest inna niż ta, której celem jest zostanie jej klientem [Vismara, 2019]. Inwestorzy udziałowi są zwykle zainteresowani oczekiwanym zwrotem z inwestycji, w przeciwieństwie do otrzymania produktu lub usługi, przez wsparcie projektu opartego na nagrodach [Malaga, Mamonov, 2018]. Kapitałodawcy w crowdfundingu udziałowym oprócz motywów finansowych rozpatrują też motywy pozafinansowe [Borello, Crescenzo, Pichler, 2019], jak również społeczne [Vismara, 2019], związane np. z chęcią wsparcia lokalnej społeczności.

Udziałowe finansowanie społecznościowe ma kilka zalet, które sprawiają, że w przyszłości może ono stać się istotnym alternatywnym źródłem pozyskania kapitału. Po pierwsze, cyfrowy charakter procesu daje możliwość zmniejszenia luki finansowania poprzez obsługę przedsięwzięć, których inwestorzy instytucjonalni nie byłiby gotowi rozważyć [Mahmood, Sismeiro, Vulkan, Wang, 2019]. Wynika to ze specyfiki tradycyjnych kanałów, które cechują się utrudnionym dostępem do aniołów biznesu, dystansem fizycznym i brakiem kapitału społecznego [Wang i in., 2019]. Drugą zaletą wpływającą na wzrost znaczenia crowdfundingu udziałowego jest wspieranie efektywnego funkcjonowania rynków inwestycyjnych poprzez zmniejszanie niepewności związanej z popytem oraz zapewnianie wstępnego przeglądu możliwości inwestycyjnych [Strausz, 2017]. Trzecią pozytywną cechą jest demokratyzacja inwestycji. *Crowdinvesting* daje z jednej strony firmom, które nie miały wcześniej dostępu do zasobów finansowych, możliwość ich pozyskania przez Internet. Od strony inwestorów natomiast umożliwia dywersyfikację portfolio poprzez uczestnictwo w finansowaniu nowych przedsięwzięć niewielkimi pojedynczymi wkładami [Borello, Crescenzo, Pichler, 2019]. Obecność wielu inwestorów wiąże się z występowaniem tzw. zjawiska „mądrości tłumu” (*wisdom of the crowd*), czyli generowania informacji poprzez agregację decyzji, co nie może być osiągnięte w przypadku pojedynczej jednostki czy inwestora [Hornuf, Schwienbacher, 2016].

Crowdfunding udziałowy ma również wady, które mogą sprawić, że przedsiębiorcy skorzystają z tego źródła jedynie w sytuacji, gdy inne źródła będą niedostępne lub zostaną wykorzystane [Walthoff-Born, Schwienbacher, Vanacker, 2018, za: Cox i in., 2019]. Uczestnicy procesu, którymi są: inwestorzy, przedsiębiorcy pozyskujący kapitał oraz platformy crowdfundingu udziałowego, konfrontują się z różnymi wyzwaniami. Inwestorzy narażeni są najbardziej na asymetrię informacji [Ahlres, Cumming, Guenther, Schweizer, 2015] oraz niepewność zwrotu z inwestycji [Malaga, Mamonov, 2018]. Badania dotyczące młodych przedsięwzięć wykazują, że firmy te osiągają płynność po 5–8 latach, a inwestycja w połowę z nich kończy się utratą zainwestowanego kapitału [Mason, Harrison, 2008, za: Malaga, Mamonov, 2018]. Przedsiębiorcy pozyskujący kapitał muszą się liczyć z ponoszeniem kosztów związanych z ładem

korporacyjnym, ponieważ rozproszony charakter inwestorów prowadzi do wyższych kosztów agencyjnych [Anglin i in., 2017] oraz oddzielenia własności od kontroli [Cumming, Meoli, Vismara, 2019]. Jednym z zadań platform crowdfundingu udziałowego jest weryfikacja zgłaszanych przedsięwzięć i zapobieganie pozyskaniu kapitału przez oszustów. Z tego powodu podmioty te muszą się liczyć z kosztami przeprowadzania ocen oraz badań *due dilligence* projektów [Turan, 2015].

Equity crowdfunding w Polsce

Urząd Komisji Nadzoru Finansowego 9 kwietnia 2020 roku przedstawił stanowisko odnoszące się do sposobu funkcjonowania platform crowdfundingu inwestycyjnego w Polsce [UKNF, 2020]. W dokumencie zostały wskazane oraz wyjaśnione przepisy prawne obowiązujące w tym obszarze. Komisja określiła również standardy, jakie powinny zostać przyjęte przez podmioty zaangażowane w proces udziałowego finansowania społecznościowego. Dotyczą one w szczególności podmiotów obsługujących platformy crowdfundingowe oraz emitentów.

Jednak za pierwszy krok w legalizacji procesu można uznać zmianę w Kodeksie Spółek Handlowych w kwietniu 2016 roku, art. 180 §2 [Dz.U. 2000 nr 94, poz. 1037]. Dopuściła ona możliwość zbycia udziałów w formie cyfrowej. Do tego czasu konieczne było uzyskanie poświadczenia notarialnego oraz zbycie udziałów pisemnie. Najistotniejszym aktem w procesie crowdfundingu udziałowego jest ustawa o ofercie publicznej. Należy też zwrócić uwagę, że „każda tego typu zbiórka, gdzie oferowane są akcje danego przedsiębiorstwa, traktowana jest jako oferta publiczna” [Gemra, 2019: 52]. Inne ustawy mające zastosowanie w tej materii to m.in.: ustawa o świadczeniu usług drogą elektroniczną, ustawa o prawach konsumenta czy ustawa o przeciwdziałaniu praniu pieniędzy oraz finansowaniu terroryzmu. Pewne wątpliwości może rodzić zaliczenie crowdfundingu udziałowego do formy zbiórki publicznej, jednak Bartosiewicz [2019: 100] tłumaczy, że „na gruncie obowiązujących przepisów finansowanie społecznościowe nie podlega regulacjom ustawy o zbiórkach publicznych”.

Od strony regulacyjnej istotnym elementem jest wybór formy organizacyjno-prawnej przedsiębiorstwa. Każda taka forma rodzi inne uwarunkowania prawne. Przedsiębiorcy mogą skorzystać z jednego z trzech rodzajów: spółki komandytowo-akcyjnej, spółki akcyjnej oraz spółki z ograniczoną odpowiedzialnością. Ostatni model wydaje się być w sprzeczności z ideą crowdfundingu (spółka z o.o. jest spółką kapitałową o zamkniętym charakterze). Jednak, jak opisuje Pancer-Cybulska [2018: 22], ta forma ze względu na uwarunkowania legislacyjne obarczona jest najmniejszym ryzykiem prawnym.

Konieczne jest tutaj podkreślenie, że w polskim prawie pojęcia „udział” i „akcja” nie są tożsame. W przeciwieństwie do udziału akcja jest definiowana jako papier wartościowy. Udziały nie podlegają zatem przepisom ustawy

o obrocie instrumentami finansowymi. Jej regulacje gwarantują inwestorom uzyskanie rzetelnych informacji, na podstawie których będą mogli podjąć decyzję o udzieleniu kapitału. Taka sytuacja występuje w przypadku spółek akcyjnych i komandytowo-akcyjnych. Bartosiewicz [2019: 94] zwraca uwagę, że w tym przypadku działalność platform oceniana jest pod kątem wymogów działalności maklerskiej (np. związanych z przygotowaniem memorandum informacyjnego). Urząd Komisji Nadzoru Finansowego odniósł się do tego problemu w swoim stanowisku, sygnalizując w szczególności konieczność ochrony inwestorów. Zaleca on, aby platformy reklamujące nabycie udziałów w spółkach z o.o. zachowywały analogiczne standardy postępowania, które odnoszą się do reklamy dotyczącej nabycia akcji lub obligacji, w szczególności odnoszące się do rzetelności przekazu informacyjnego [UKNF, 2020: 15]. UKNF wyjaśnia również, że platforma nieposiadająca licencji na prowadzenie działalności maklerskiej nie może dokonywać czynności wchodzących w jej zakres [UKNF, 2020: 4]. Dotyczy to takich usług, jak np. obsługiwanie operacji na papierach wartościowych czy oferowanie instrumentów.

W Polsce zjawisko finansowania społecznościowego wzbudza niemałe zainteresowanie. Jak podaje „Puls Biznesu”, w latach 2017–2019 w akcje crowdfundingowe zaangażowało się 21 tysięcy osób [Maj, 2020]. W 2016 roku rynek crowdfundingu udziałowego liczył 900 tys. EUR, jednak w 2017 roku jego wartość spadła do poziomu 760 tysięcy EUR, pomimo dostrzegalnego wzrostu platform w tym obszarze [Hao i in., 2019]. Pozytywny impuls dla rozwoju tego obszaru powinna dać wprowadzona zmiana dotycząca maksymalnej wielkości emisji ze 100 tys. do 1 mln EUR.

Tabela 1 pokazuje udział oraz wartość udziałowego finansowania społecznościowego w porównaniu z innymi dostępnymi segmentami finansów alternatywnych. W roku 2017 cały analizowany rynek miał wartość ponad 153 mln EUR. Największe znaczenie mają instrumenty pożyczkowe. *Crowdfunding* udziałowy cechuje się najmniejszym udziałem na poziomie 0,5%, znacznie odstając od crowdfundingu bonusowego (4,57 mln EUR) oraz donacyjnego (4,82 mln EUR).

Tabela 1. Udział i wartość poszczególnych segmentów finansów alternatywnych w Polsce w 2017 r.

Segment	Wartość w mln EUR	Udział procentowy
Pożyczki konsumenckie P2P	97,73	68,6
Pożyczki korporacyjne P2P	24,02	16,9
Obrót fakturami	10,57	7,4
<i>Crowdfunding</i> donacyjny	4,82	3,4
<i>Crowdfunding</i> bonusowy	4,57	3,2
<i>Crowdfunding</i> udziałowy	0,76	0,5

Źródło: opracowanie własne na podstawie Shifting Paradigms: The 4th European Alternative Finance Benchmarking Report.

W celu dogłębniejszego poznania polskiego rynku crowdfundingu udziałowego dokonano również przeglądu platform operujących w tym segmencie. Zidentyfikowano ośmiu pośredników, do których zaliczają się: Beesfund, Crowdconnect, Crowdway, Crowdangels, Crowdcube, Ideowi.pl, Wspólnicy oraz Myseed. Warto podkreślić jednak, że wg stanu na dzień 26 kwietnia 2020 roku oferowanie usług zakończyło pięć z ośmiu platform (Crowdangels, Ideowi.pl, Wspólnicy oraz Myseed – brytyjska platforma Crowdcube funkcjonuje nadal, lecz z opisu strony wynika, że nie działa już ona na rynku polskim). Platforma Beesfund od początku swojej działalności w 2012 roku przeprowadziła z sukcesem 73 kampanie i zebrała razem 46 259 617 PLN³. Crowdway funkcjonuje na polskim rynku od 2015 roku. Od tego czasu z wynikiem pozytywnym zakończyło się dziewięć kampanii na kwotę 20 452 886 PLN⁴. Trzeci podmiot – platforma Crowdconnect, rozpoczęła funkcjonowanie w 2019 roku. Przeprowadziła trzy emisje o łącznej wartości pozyskanego kapitału 1 699 440 PLN⁵.

Crowdinvesting w świadomości studentów SGH

Ankiety udostępniono studentom studiów licencjackich SGH za pośrednictwem dostępnych kanałów internetowych (w tym wewnętrzne grupy organizacji studenckich oraz grup rocznikowych na platformie Facebook). Kwestionariusz został udostępniony 1 marca 2020 roku. Przyjmowanie odpowiedzi zakończyło się 10 maja 2020 roku. W przeprowadzonym badaniu wzięło udział 168 studentów studiów licencjackich SGH.

Pierwsze dwa pytania miały charakter metryczkowy. Dotyczyły roku studiów oraz kierunku, na którym studiuje dany respondent. W próbie badawczej zauważalna jest nadreprezentacja osób z III roku. Ich odpowiedzi stanowią 42,9% wszystkich ankiet (72 osoby). Wyniki z drugiego i pierwszego roku wynoszą odpowiednio 31,5% (53 osoby) oraz 25,6% (43 osoby). Z tego względu w znacznej większości pytań postanowiono wspomóc się, oprócz analizy bezwzględnej, również analizą względną (procentową) otrzymanych wyników.

Rozkład kierunku studiów respondentów przedstawia się następująco: finanse i rachunkowość 47,6% (80 badanych), metody ilościowe w ekonomii i systemy informacyjne 28,6% (48 badanych), globalny biznes, finanse i zarządzanie 16,7% (28 badanych), ekonomia 3,6% (6 badanych) oraz zarządzanie 3,6% (6 badanych).

Pierwsze merytoryczne pytanie w ankiecie wzorowane było na badaniu „Crowdfunding Barometer”. Brzmiało ono: Czy spotkałeś/aś się kiedyś z pojęciem crowdfundingu udziałowego (*equity crowdfunding*)?. Do wyboru były trzy możliwości: 1) tak, słyszałem i rozumiem to pojęcie, 2) tak, słyszałem,

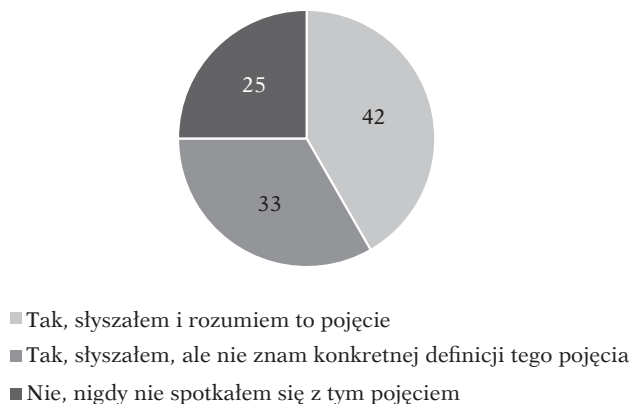
³ Informacje dostępne na stronie beesfund.com, dostęp: 26.04.2020.

⁴ Dane liczbowe zebrane na podstawie zakończonych kampanii ze strony Crowdway.pl, dostęp: 26.04.2020.

⁵ Dane liczbowe zebrane na podstawie zakończonych kampanii ze strony Crowdconnect.pl, dostęp: 26.04.2020.

ale nie znam konkretnej definicji tego pojęcia, 3) nie, nigdy nie spotkałem się z tym pojęciem. Wyniki przedstawia rysunek 1.

Rysunek 1. Rozkład odpowiedzi na pytanie: Czy spotkałeś się kiedyś z pojęciem crowdfundingu udziałowego (*equity crowdfunding*)? (w %)

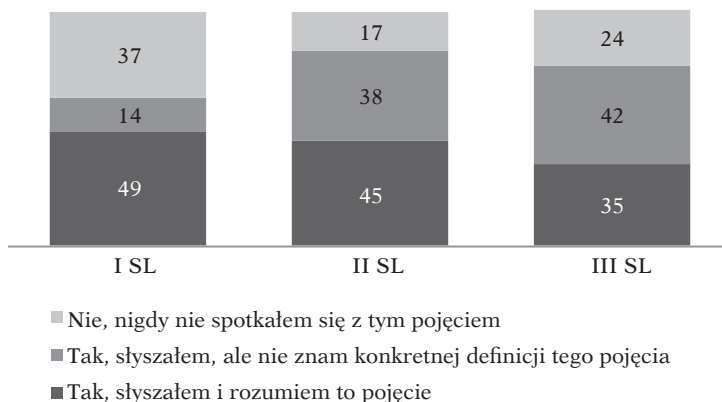


Źródło: opracowanie własne.

Wyniki niemieckiego badania „Crowdfunding Barometer” 2018 przedstawiają, że w grupie wiekowej 18–29 lat 82,3% badanych słyszało o tym pojęciu. W badaniu przeprowadzonym na studentach w Polsce udział ten kształtuje się na poziomie 75% osób. Odsetek osób, które znają je i rozumieją, również jest wyższy o ok. 12 punktów procentowych. Z niemieckich badań wynika, że 54,9% zna i rozumie pojęcie w porównaniu z 42% polskich studentów. Sytuacja ta wynikać może z wyższego stopnia rozwoju rynku crowdfundingu udziałowego w Niemczech, aczkolwiek warto zauważyć, że wynik analizowanej próby również można określić jako wysoki [Crowdfunding.de, 2018].

Rysunek 2 przedstawia analizę odpowiedzi na to samo pytanie, jednak z podziałem na rok studiów. Ciekawe jest, że wraz z zaawansowaniem studiów liczba respondentów, którzy słyszeli i rozumieją pojęcie crowdfundingu udziałowego, spada (z 49% do 35%). Respondentów z pierwszego roku studiów cechuje również największy udział odpowiedzi, w których nie spotkano się nigdy wcześniej z tym pojęciem. Oznacza to, że występuje tutaj największa polaryzacja wyników – respondenci albo uważają, że znają i rozumieją pojęcie, albo w ogóle go nie słyszeli i się tym nie interesują. W przypadku trzeciego roku studiów całkowity udział osób, które słyszały to pojęcie, jest większy niż na pierwszym roku (77% w porównaniu z 63%), jednak wynika on nie z większego zrozumienia (35% w porównaniu z 49%), lecz tylko z faktu, że nie znają konkretnej definicji (42% do 14%).

Rysunek 2. Rozkład odpowiedzi na pytanie: Czy spotkałeś/aś się kiedyś z pojęciem crowdfundingu udziałowego (*equity crowdfunding*)? w zależności od roku studiów (w %)



Źródło: opracowanie własne.

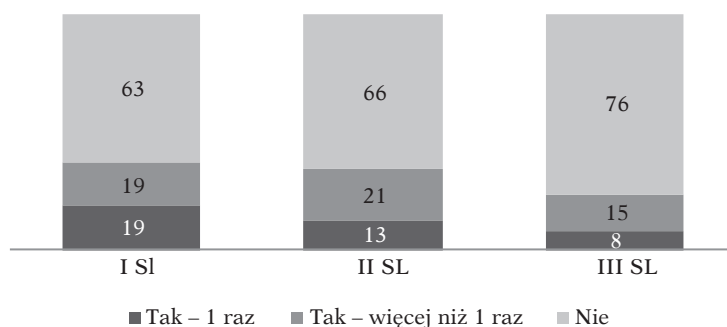
Następnym elementem ankiety było przedstawienie definicji crowdfundingu oraz crowdfundingu udziałowego. Miało to na celu wyeliminowanie sytuacji, w której respondenci operować będą różnymi definicjami. Drugą przyczyną była możliwość uzyskania odpowiedzi dotyczących potencjalnego zaangażowania oraz oceny zjawiska od osób, które wcześniej pojęcia tego nie znały. W ankiecie przedstawiono następującą definicję. „Finansowanie społecznościowe (*crowdfunding*) – forma finansowania różnego rodzaju projektów przez społeczność, która jest lub zostanie wokół tych projektów zorganizowana. Przedsięwzięcie finansuje w takim przypadku duża liczba drobnych, jednorazowych wpłat dokonywanych przez osoby zainteresowane projektem. W ramach crowdfundingu udziałowego finansujący otrzymują jednostki udziałowe w kapitale zakładowym spółki beneficjenta (akcje lub udziały). Obecnie w Polsce podczas pojedynczej kampanii przedsiębiorstwo może starać się o pozyskanie kapitału do kwoty 1 mln EUR”.

Po pytaniach dotyczących pojęć zapytano o dotychczasowe zaangażowanie w *crowdfunding*. Brzmiało ono: Czy kiedykolwiek udało ci się wesprzeć projekt crowdfundingowy finansowo (niekoniecznie w formie crowdfundingu udziałowego)? Zdecydowana większość, bo aż 117 ze 168 osób zaznaczyło, że nigdy nie wsparło projektu crowdfundingowego, 21 osób (12,5%) dokonało wpłaty jeden raz, a 30 (17,5%) uczestniczyło w tym procesie więcej niż jeden raz. W porównaniu z badaniem „Crowdfunding Barometer” 2018 (Crowdfunding.de, 2018) wyniki przedstawiają się pozytywnie – tam w grupie wiekowej 18–29 lat zaangażowanie jest na poziomie 20%, przy udziale 11,9% w ogóle przebadanych respondentów.

Rysunek 3 pokazuje dotychczasowe zaangażowanie w zależności od roku studiów. Odsetek osób, które nigdy nie były zaangażowane w *crowdfunding*, wzrasta wraz z rokiem studiów od 63% do 76%. O ile wśród osób, które uczestniczyły w kampaniach więcej niż jeden raz, nie można wskazać jednoznacznej

tendencji spadkowej lub wzrostowej w zależności od roku studiów, o tyle ta zależność występuje w grupie respondentów, którzy wzięli udział w procesie jeden raz. W tym przypadku osoby z wcześniejszych lat studiów częściej uczestniczyły w projektach finansowania społecznościowego. Udział ten na pierwszym roku wynosił 19% (8 osób), by na trzecim roku studiów wynieść jedynie 8% (6 osób).

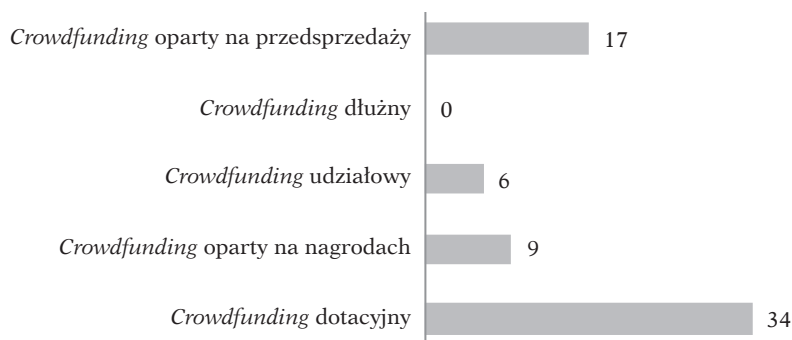
Rysunek 3. Rozkład odpowiedzi na pytanie: Czy kiedykolwiek udało ci się wesprzeć projekt crowdfundingowy finansowo? w zależności od roku studiów (w %)



Źródło: opracowanie własne.

Kolejne pytanie miało charakter warunkowy i skierowane było jedynie do osób, które w poprzednim pytaniu udzieliły odpowiedzi twierdzącej. Brzmiało ono: W jakiej formie udało ci się zaangażować w projekt crowdfundingowy?. Rysunek 4 pokazuje liczbę odpowiedzi w pięciu kategoriach crowdfundingu: dotacyjnego, opartego na nagrodach, udziałowego, dłużnego oraz opartego na przedsprzedaży⁶.

Rysunek 4. Rozkład odpowiedzi na pytanie: W jakiej formie udało ci się zaangażować w projekt crowdfundingowy? (w %)



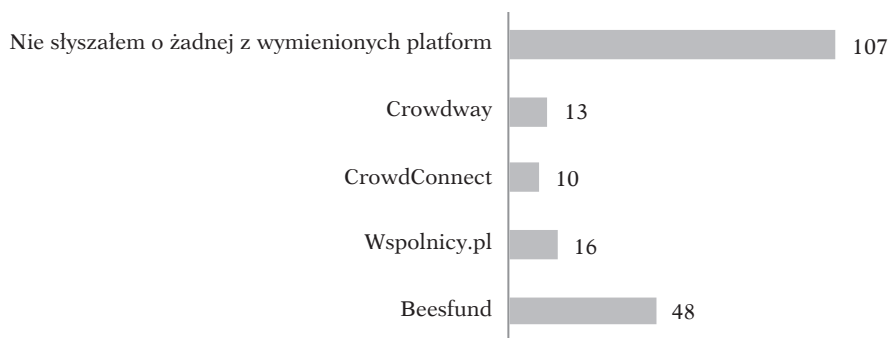
Źródło: opracowanie własne.

⁶ Uczestnicy badania mieli podany przy każdym z rodzajów finansowania społecznościowego jego opis w celu łatwiejszej identyfikacji.

Wśród analizowanej próby badawczej największą popularnością cieszył się crowdfunding dotacyjny, który zaznaczyło 63% respondentów. Z brakiem zainteresowania spotkał się crowdfunding dłużny. Na tej podstawie można wysunąć hipotezę, która byłaby podstawą do dalszych badań, że główną przesłanką uczestnictwa w kampanii crowdfundingowej nie jest osiągnięcie określonej stopy zwrotu z inwestycji, a chęć wsparcia interesującego przedsięwzięcia, z którym dany podmiot się utożsamia/identyfikuje. Z analizy wynika również, że *crowdfunding* udziałowy, który uzyskał 6 odpowiedzi (11,1%), jest bardziej popularny wśród osób na pierwszym roku studiów. W tej formie crowdfundingu wzięły udział trzy osoby z pierwszego, dwie osoby z drugiego i jedna osoba z trzeciego roku studiów licencjackich z badanej próby.

Następna część ankiety sprawdzała znajomość platform operujących w modelu crowdfundingu udziałowego w Polsce i na świecie. Rysunek 5 przedstawia rozkład odpowiedzi respondentów na pytanie: O których platformach zajmujących się crowdfundingiem udziałowym w Polsce słyszałeś/aś?. Do wyboru respondenci mieli cztery platformy: Beesfund, Crowdway, Crowdconnect oraz Wspolnicy.pl.

Rysunek 5. Rozkład odpowiedzi na pytanie: O których platformach zajmujących się crowdfundingiem udziałowym w Polsce słyszałeś/aś?



Źródło: opracowanie własne.

W przypadku Beesfund, Crowdconnect oraz Crowdway wyniki znajomości platform układają się zgodnie z ich wielkością i liczbą przeprowadzonych kampanii (odpowiednio 48, 13 i 10 odpowiedzi). Co ciekawe platforma Wspolnicy.pl, która jest obecnie nieaktywnym podmiotem, zdobyła 9,5% (16 wskazań). Po dodatkowej analizie strony internetowej Wspolnicy.pl można wyciągnąć wniosek, że nigdy nie została tam przeprowadzona żadna kampania udziałowego finansowania społecznościowego. Jedną z możliwych przyczyn obecności tej platformy w świadomości próby badawczej może być fakt, że należy ona do podmiotu Genesis Capital, który zarządza również aktywną platformą Wspolnyprojekt.pl⁷. Z tego powodu można się doszukiwać możliwości

⁷ Informacje uzyskane ze strony <http://www.genesiscapital.pl/#ok>, dostęp: 14.05.2020.

pomylenia tych platform ze sobą z powodu podobnej nazwy lub faktu, że platforma Wspólnicy.pl reklamowana jest na platformie Wspólnyprojekt.pl⁸. Znajomość platform również jest większa wśród osób na pierwszym roku studiów (47% słyszało o jakiegokolwiek wymienionej platformie) w porównaniu ze studentami trzeciego roku (39%). Liniową zależność znajomości podmiotów od roku studiów zaburzają tutaj jednak wyniki drugiego roku, gdzie 51% osób wskazało na znajomość jakiegokolwiek polskiej strony.

Drugie pytanie z tego zakresu dotyczyło znajomości platform globalnych. Respondentom zadano pytanie: O których platformach zajmujących się crowdfundingiem udziałowym na świecie słyszałeś/aś?. Mieli oni tutaj możliwość wyboru z najpopularniejszych platform, takich jak: AngelList, CircleUp, Fundable, Seedrs, Crowdcube oraz Companisto. Odpowiedzi na to pytanie postanowiono zagregować i przedstawić na rysunku 8 w formie: słyszałem o jakiegokolwiek z wymienionych platform/nie słyszałem o żadnej z wymienionych platform.

Rysunek 6. Zagregowane wyniki pytania dotyczącego znajomości światowych platform crowdfundingu udziałowego (w %)



Źródło: opracowanie własne.

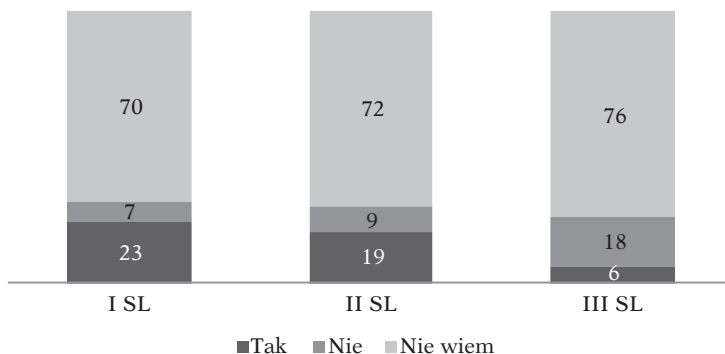
W porównaniu do wcześniejszego pytania nie zaznacza się wyraźna różnica pomiędzy stopniem znajomości platform polskich a zagranicznych. Należy zauważyć jednak, że odsetek osób nieznających platform światowych jest nieznacznie wyższy i wynosi 70,8% w porównaniu z ok. 63,7% w przypadku platform polskich.

Z funkcjonowaniem platform crowdfundingu udziałowego wiąże się konieczność znajomości przepisów prawnych regulujących ten obszar. Dlatego kolejnym zadaniem pytaniem, które się wiąże nie tylko ze znajomością rynku, ale również zrozumieniem pojęcia, było: Czy rynek crowdfundingu udziałowego w Polsce jest rynkiem prawnie regulowanym?. Uczestnicy badania mieli do

⁸ Informacje uzyskane ze strony <http://www.genescapital.pl/#ok>, dostęp: 14.05.2020.

wyboru trzy odpowiedzi: tak, nie, nie wiem. Rozkład odpowiedzi w zależności od roku studiów przedstawiono na rysunku 7.

Rysunek 7. Rozkład odpowiedzi na pytanie: Czy rynek crowdfundingu udziałowego w Polsce jest rynkiem prawnie regulowanym? w zależności od roku studiów (w %)

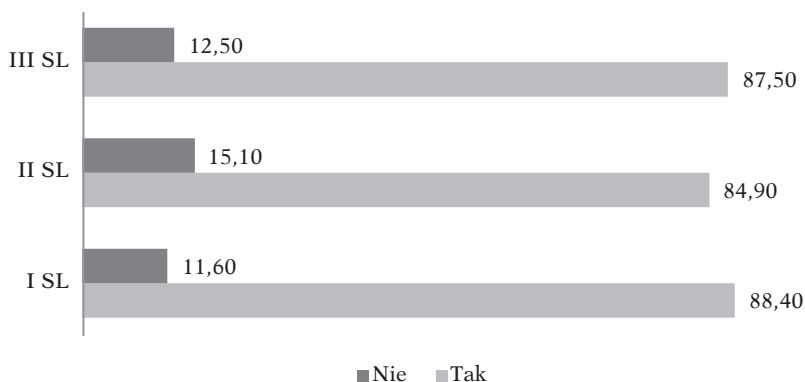


Źródło: opracowanie własne.

Z analizy danych wynika, że im wyższy rok studiów, tym bardziej wzrasta niepewność dotycząca prawnej regulacji tego obszaru (70% respondentów z pierwszego roku zaznaczyło odpowiedź „nie wiem” w porównaniu z 76% z trzeciego roku). Jednocześnie odsetek osób uważających, że jest to rynek regulowany, również wykazuje podobną zależność. Jedynie 6% badanych z trzeciego roku studiów udzieliło odpowiedzi „tak”, co jest wynikiem o 17 punktów procentowych niższym niż w grupie osób na pierwszym roku, gdzie odsetek ten wynosi 23%. Należy przy tym zauważyć, że wiąże się to z wcześniejszym pytaniem dotyczącym znajomości i zrozumienia pojęcia. Tam odsetek osób z pierwszego roku znających i rozumiejących pojęcie crowdfundingu udziałowego również był najwyższy (49%). Trzeba jednak zaznaczyć, że występują znaczne różnice na każdym roku studiów pomiędzy odpowiedzią na powyższe pytanie a odsetkiem osób, które zadeklarowały, że rozumieją to pojęcie. Natomiast z ogółu osób, które w ten sposób odpowiedziały na wcześniejsze pytanie (70 osób), 14 udzieliło odpowiedzi „tak”, 14 „nie”, a aż 42 „nie wiem”. Przyczyn można się dopatrywać w dużej liczbie aktów prawnych regulujących to zjawisko oraz braku jednego dokumentu regulującego *crowdfunding* udziałowy, który potocznie wielu autorów nazywa tzw. „ustawą crowdfundingową”.

Ostatnie trzy pytania w ankiecie dotyczyły skali potencjalnego zaangażowania w przyszłości. Pierwsze pytanie brzmiało: „Wyobraź sobie, że znalazłeś/aś projekt lub przedsięwzięcie, które mocno cię zainteresowało i związane jest z twoją pasją. Jego organizatorzy inicjują akcję pozyskania kapitału w formie kampanii crowdfundingu udziałowego. Czy byłbyś/byłabyś gotowy/a wziąć udział w takiej akcji?”. Uczestnicy badania mogli w odpowiedzi wybrać pomiędzy chęcią uczestnictwa a nieuczestniczeniem w procesie. Rozkład odpowiedzi w zależności od roku studiów przedstawiono na rysunku 8.

Rysunek 8. Rozkład odpowiedzi na pytanie: Czy byłbyś/byłabyś gotowy/a wziąć udział w akcji crowdfundingu udziałowego w zależności od roku studiów (w %)



Źródło: opracowanie własne.

Uzyskane wyniki nie wykazują zauważalnych różnic między potencjalnym zaangażowaniem a latami studiów. We wszystkich trzech grupach odsetek osób gotowych wziąć udział w kampanii jest znacznie wyższy niż 80%. Różnica pomiędzy największym odsetkiem osób niechętnych (badani na drugim roku – 15,10%) a najmniejszym (badani na trzecim roku – 11,60%), wynosi 3,5 punktu procentowego. Na podstawie zebranych danych można wysunąć przypuszczenie wymagające weryfikacji również wśród studentów studiów licencjackich innych polskich uczelni, że *crowdfunding* udziałowy ma znaczny potencjał rozwoju w tej grupie społecznej.

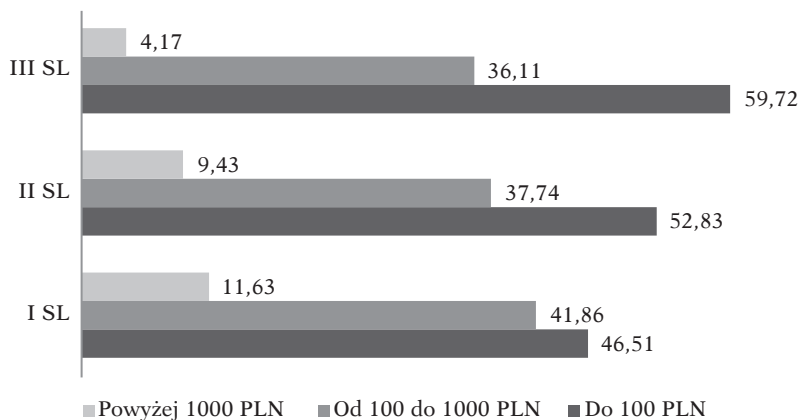
Drugie pytanie z ostatniej kategorii miało na celu określenie możliwej skali zaangażowania finansowego w udziałowe finansowanie społecznościowe. Pytanie brzmiało: Jaką kwotę byłbyś/byłabyś gotowy/a przeznaczyć na pojedynczą akcję crowdfundingu udziałowego?. Do wyboru były trzy odpowiedzi: 1) do 100 PLN, 2) od 100 do 1000 PLN oraz 3) powyżej 1000 PLN. Uzyskane wyniki z podziałem na rok studiów przedstawiono na rysunku 9.

Ze wstępnej analizy wynika, że ponad 90% respondentów (155 osób) byłoby gotowych przeznaczyć nie więcej niż 1000 PLN na pojedynczą kampanię. Można zatem mówić tutaj o potencjalnej inwestycji o relatywnie niewielkiej skali. Interesujący jest fakt, że osoby na pierwszym roku studiów gotowe są do ulokowania większej kwoty niż osoby w późniejszych latach. Odsetek osób gotowych do przeznaczenia kwoty powyżej 1000 PLN spada z poziomu 11,63% na pierwszym roku do 4,17% na roku trzecim. Co więcej, podobna relacja zachodzi również w przedziale finansowym od 100 do 1000 PLN (odsetek 41,86% na pierwszym roku w porównaniu z 36,11% na trzecim).

Prawdopodobnej przyczyny tego stanu można się dopatrywać w dwóch obszarach. Po pierwsze, wśród osób na pierwszym roku występuje największy odsetek tych, którzy mieli już okazję uczestniczyć w kampanii crowdfundingu udziałowego. Po drugie, w kategorii tej znajduje się największy odsetek osób, które wskazały, że znają i rozumieją to pojęcie. Połączenie tych dwóch

faktów implikować może gotowość do przeznaczenia wyższej potencjalnej kwoty w kampanii.

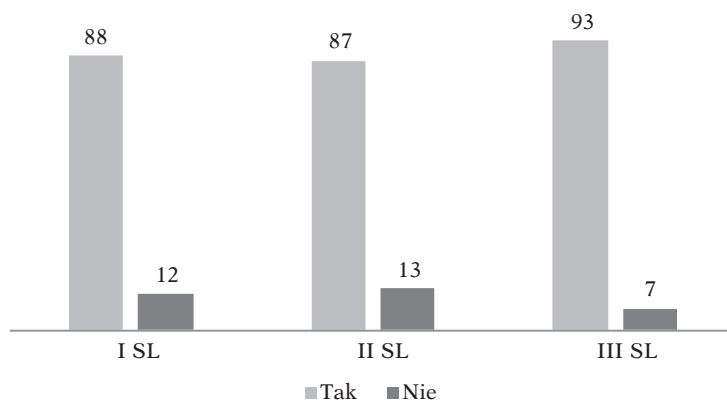
Rysunek 9. Rozkład odpowiedzi na pytanie: Jaką kwotę byłbyś/byłabyś gotowy/a przeznaczyć na pojedynczą akcję crowdfundingu udziałowego? w zależności od roku studiów (w %)



Źródło: opracowanie własne.

Ostatnie z zadanych pytań ankietowych dotyczyło potencjału wykorzystania przez przedsiębiorstwa. Sformułowane zostało ono w sposób następujący: Czy uważasz, że *crowdfunding* udziałowy byłby dobrym sposobem na pozyskanie kapitału w alternatywny sposób?. Respondenci mieli do wyboru dwie odpowiedzi: 1) tak, jest to dobre alternatywne źródło pozyskania kapitału oraz 2) nie, nie jest to dobre alternatywne źródło pozyskania kapitału. Wyniki z podziałem na rok studiów przedstawiono na rysunku 10.

Rysunek 10. Rozkład odpowiedzi na pytanie: Czy uważasz, że *crowdfunding* udziałowy byłby dobrym sposobem na pozyskanie kapitału w alternatywny sposób? w zależności od roku studiów (w %)



Źródło: opracowanie własne.

Prawie 90% ogółu respondentów udzieliło odpowiedzi twierdzącej. Wyniki w poszczególnych kategoriach również oscylują w podobnych przedziałach, wahając się od 88% na pierwszym roku do 93% na trzecim roku wśród osób rozpatrujących *crowdfunding* udziałowy jako dobrą metodę pozyskania kapitału w alternatywny sposób. W porównaniu z pytaniem dotyczącym potencjalnego zaangażowania zauważyć można, że jeżeli dana osoba jest gotowa uczestniczyć w kampanii *crowdfunding* udziałowego od strony kapitałodawcy, to również od strony kapitałobiorcy będzie widzieć w tym procesie optymalne źródło pozyskania kapitału dla przedsiębiorstwa.

Postrzeżenie *crowdfunding* udziałowego przez studentów SGH oraz wpływ czynników pozaekonomicznych na decyzje inwestycyjne

W celu pełniejszego zbadania postrzeżenia zjawiska *crowdfunding* udziałowego przez studentów Szkoły Głównej Handlowej zdecydowano się na przeprowadzenie wywiadów pogłębionych. W tym celu wybrano grupę dziesięciu osób, spośród których połowa nie miała wcześniejszego doświadczenia w inwestowaniu w akcje tradycyjnie, natomiast druga część aktywnie prowadziła rachunek za pośrednictwem domu maklerskiego. Badanym zadano pytania w pięciu obszarach dotyczących: 1) porównania oferty inwestowania na platformie *crowdfunding* udziałowego z ofertą domu maklerskiego, 2) czynników wpływających na kształtowanie decyzji inwestycyjnych w ramach *crowdinvestingu*, w szczególności o charakterze pozafinansowym, 3) motywacji do udziału w kampanii, 4) świadomości ryzyka związanego z tą formą inwestowania oraz jego postrzeżenia i wpływu na możliwą alokację środków pieniężnych, oraz 5) emocji społecznych wywoływanych przez kampanie *crowdfunding* udziałowego.

Studenci, którzy nigdy nie lokowali pieniędzy na rachunku maklerskim, zwracali uwagę na fakt, że platforma *crowdfunding* udziałowego oferuje mniejszy wybór spółek do inwestycji. Wskazywali, że „inwestując tradycyjnie, mam dostęp do większej ilości informacji na temat danej spółki”, oraz że „spółki giełdowe są bardziej transparentne i przez to lepiej wyceniane”. Zwracali również uwagę na związek emocjonalny oraz na społeczność będącą podstawą inwestycji na platformie *crowdfundinowej*. W odczuciu jednego z respondentów trudno porównać *crowdinvesting* do aktywności maklerskiej, ponieważ „nie jest to według mnie typowe inwestowanie tylko chęć niesienia pomocy”. Respondenci posiadający rachunek maklerski zwracali uwagę na podobne czynniki, takie jak transparentność czy ilość dostępnych informacji. Kładli jednak większy nacisk na wyższy poziom ryzyka związanego z udziałowym finansowaniem społecznościowym („inwestowanie na giełdzie jest pewniejsze – *crowdfunding* kojarzy mi się z ryzykiem”, „inwestując poprzez domy maklerskie, inwestujemy w dojrzsalsze spółki z potwierdzonym

modelem biznesowym”, „inwestycje w *crowdfunding* udziałowy są bardziej ryzykowne, bo pojawiają się tam spółki we wcześniejszych fazach rozwoju”).

Większość badanych – zarówno inwestujących na giełdzie, jak i niemających doświadczenia – uznało, że *crowdinvesting* jest dobrą alternatywą dla lokowania środków pieniężnych w tradycyjne klasy aktywów. Respondenci zwracali uwagę na możliwość uzyskania wysokiej potencjalnej stopy zwrotu („nie trzeba angażować znaczących środków, jeśli chce się uzyskać wysoką stopę zwrotu, bo spółki są młode”), szansę dywersyfikacji portfela oraz niskie bariery wejścia w inwestycję dla osób o mniejszym budżecie. Dodatkowymi powodami były również ciekawość oraz wpływ społeczności minimalizującej odbieranie ryzyka („postrzeganie ryzyka jest mniejsze, jeśli widzę, że dużo osób inwestuje”).

Druga część wywiadów pogłębionych dotyczyła czynników analizowanych przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnej ze szczególnym uwzględnieniem czynników pozaekonomicznych. W tym obszarze różnica pomiędzy respondentami z dwóch grup była zauważalna. Osoby inwestujące w akcje tradycyjnie brałyby pod uwagę głównie czynniki ekonomiczne związane ze stopą zwrotu. U jednego ze studentów pojawiło się nawet stwierdzenie, że *crowdfunding* inwestycyjny nie jest formą lokowania kapitału („kiedy myślę o inwestowaniu, myślę o stopie zwrotu – oddzielam działalność charytatywną od inwestowania”). Badani niemający doświadczenia znacznie mocniej akcentowali istotność czynników pozafinansowych. Nie oczekiwaliby konkretnej stopy zwrotu, gdyby kampania związana była z regionalnym wydarzeniem, przedsięwzięciem związanym ze szczytnym celem czy inwestycją w firmę ważną dla społeczności lokalnej.

Dla większości badanych z doświadczeniem na rynku kapitałowym czynniki pozaekonomiczne nie mogłyby być ważniejsze niż czynniki ekonomiczne przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnej. Jedynie jeden respondent z powyższej grupy wskazał na taką możliwość – pod warunkiem, że inwestycja wspierałaby lokalną społeczność. Reszta skupiona była wyłącznie na potencjalnej stopie zwrotu. Grupa ta nie brałaby pod uwagę czynników emocjonalnych w podejmowaniu decyzji inwestycyjnej w spółki giełdowe. Osoby bez doświadczenia miały przeciwny pogląd. Dla czterech na pięciu z nich wsparcie społeczności lokalnej, efekty sieciowe związane z crowdfundingiem udziałowym oraz przywiązanie emocjonalne zdecydowanie mogły przeważać nad oczekiwanym zwrotem finansowym. W przypadku tej grupy czynniki pozafinansowe miałyby wpływ na rachunek ekonomiczny dotyczący tradycyjnych klas aktywów, jednak stopa zwrotu miałaby największy wpływ na podejmowaną decyzję.

Respondenci w obu grupach wyrazili zainteresowanie akcesem do kampanii crowdfundingu udziałowego. Motywacja wynikała z ciekawości oraz możliwości uzyskania wysokiej stopy zwrotu. Badani studenci chcieliby jednak wcześniej poznać lepiej specyfikę rynku udziałowego finansowania społecznościowego. Co więcej, jeden z respondentów zaznaczył, że sam proces lokowania środków powinien być prosty i nie może być trudniejszy niż inwestowanie w akcje tradycyjnie.

Kolejny obszar badań dotyczył świadomości ryzyka towarzyszącego crowdfundingowi udziałowemu. Odpowiedzi studentów powtarzały się i dotyczyły przeważnie braku płynności akcji, ryzyka niepowodzenia przedsięwzięcia, utraty zainwestowanych środków oraz transparentności procesu. Pojawiły się również wątpliwości dotyczące bezpieczeństwa inwestycji, ochrony inwestora i możliwych luk prawnych.

Większość badanych zapytanych o porównanie ryzykowności inwestycji w formie crowdfundingu udziałowego a inwestycji w akcje giełdowe wskazała *crowdinvesting* jako bardziej ryzykowny sposób lokowania kapitału. Co ciekawe, niektóre osoby inwestujące na giełdzie stwierdziły jednak, że udziałowe finansowanie społecznościowe jest w ich rozumieniu bezpieczniejsze, ponieważ akcje giełdowe cechują się dużą zmiennością cen. W drugiej grupie jeden z respondentów również uznał publiczne papiery wartościowe za bardziej ryzykowne. Powodem było jednak utożsamienie mniejszego nominalu z mniejszym ryzykiem inwestycji.

Studenci uznali, że wymienione czynniki ryzyka nie powstrzymałyby ich skutecznie przed podjęciem decyzji dotyczącej udziału w kampanii crowdfundingu. Zainteresowanie udziałem sytuowało się jednak na innych płaszczyznach. Respondenci inwestujący w akcje odnosili się do czynników ekonomicznych (m.in. poziomu akceptacji ryzyka i straty), natomiast studenci bez doświadczenia wskazywali czynniki pozaekonomiczne, które przeważałyby nad finansową stopą zwrotu.

Ostatni obszar pogłębionych wywiadów poruszał zagadnienie emocji towarzyszących kampaniom crowdfundingu udziałowego w porównaniu do informacji płynących z tradycyjnego rynku kapitałowego. Respondenci nieposiadający rachunków maklerskich uważali, że udziałowe finansowanie społecznościowe wywołuje większe poruszenie społeczne. Wskazywali na społeczność zawiązującą się wokół danego przedsięwzięcia, emocjonalną więź inwestora z projektem oraz możliwość zjednoczenia grupy ludzi przez czynniki pozaekonomiczne („*crowdfunding* udziałowy ma głębsze znaczenie niż tylko ekonomiczne”, „sama myśl o tym, że to społeczeństwo decyduje, komu przeznaczyć pieniądze samo w sobie, wywołuje emocje”). W drugiej grupie studenci sugerowali, że duże przedsiębiorstwa i debiuty giełdowe spotykają się z większym zainteresowaniem ze względu na skalę, ponieważ więcej ludzi inwestuje na rynku publicznym niż w kampaniach crowdfundingu udziałowego. Wskazywali jednak, że indywidualna jednostka może odczuwać silniejsze emocje podczas zaangażowania w *crowdinvesting* ze względu na czynniki emocjonalne oraz istnienie społeczności tworzącej się wokół przedsięwzięcia.

Podsumowanie

Celem pracy było określenie obecnego poziomu świadomości studentów studiów licencjackich SGH w zakresie crowdfundingu, ze szczególnym uwzględnieniem crowdfundingu udziałowego, oraz ocena potencjału rozwoju

udziałowego finansowania społecznościowego w wybranej grupie. Uzyskane wyniki pozwalają stwierdzić, że oba cele zostały osiągnięte.

W pierwszym przypadku, posługując się niemieckim badaniem „Crowdfunding Barometer” 2018 określono znajomość pojęcia w badanej próbie na wysokim poziomie. Pomimo faktu, że zarówno rynki udziałowego finansowania społecznościowego, jak i finansowania społecznościowego ogółem znajdują się jeszcze we wczesnej fazie rozwoju, to jednak znacząca większość respondentów zaznaczyła, że słyszała o tym zjawisku. Poziom znajomości pojęcia w badanej grupie jedynie nieznacznie różnił się od wyników uzyskanych w Niemczech, gdzie rynki crowdfundingu, w tym crowdfundingu udziałowego, cechują się wyższym stopniem dojrzałości. Również liczba osób, które znają i rozumieją pojęcie, jest znacząca. Należy zauważyć jednak, że osoby te miały problem z jednoznacznym określeniem, czy rynek crowdfundingu udziałowego w Polsce jest rynkiem prawnie regulowanym. Sprawia to, że nie można obiektywnie zaliczyć wszystkich z nich do grupy osób, które faktycznie rozumieją jego charakter i uwarunkowania.

W drugim przypadku na podstawie gotowości ankietowanych do partycypacji w kampanii crowdfundingu udziałowego można określić, że udziałowe finansowanie społecznościowe ma przed sobą perspektywy rozwoju wśród studentów studiów licencjackich SGH. Stopień dotychczasowego zaangażowania w *crowdfunding* w odniesieniu do wyników „Crowdfunding Barometer” można określić na wysokim poziomie. Co więcej, respondenci pozytywnie rozpatrują proces pozyskania kapitału z tego źródła zarówno od strony kapitałodawcy, jak i kapitałobiorcy. Zjawisko to stwarza solidne podstawy do rozwoju udziałowego finansowania społecznościowego w przyszłości, poprzez dostrzeganie obopólnych korzyści.

Założeniem badania było również zweryfikowanie dwóch hipotez. Pierwsza z nich zakładała, że im wyższy rok studiów, tym świadomość studentów studiów licencjackich SGH na temat crowdfundingu udziałowego jest większa. Druga natomiast stanowiła, że im wyższy rok studiów, tym większe będą potencjalne zainteresowanie zjawiskiem w przyszłości oraz deklarowana kwota możliwa do przeznaczenia na kampanię crowdfundingu udziałowego przez studentów studiów licencjackich SGH.

Odpowiedzi respondentów można interpretować następująco – im niższy rok studiów, tym znajomość oraz zrozumienie pojęcia są większe. Co więcej, osoby na wcześniejszym etapie studiów deklarują, że brały również częściej udział w kampaniach finansowania społecznościowego. Z drugiej strony wyższy rok studiów cechuje większa znajomość pojęcia. Nie występuje wyraźna zależność pomiędzy wyższymi latami studiów a wzrostem świadomości. Wynika to z faktu, że studentów drugiego roku studiów licencjackich SGH cechuje największy udział osób, które słyszały pojęcie crowdfundingu udziałowego.

W analizie drugiej hipotezy uzyskane wyniki nie sugerują zależności pomiędzy potencjalnym zainteresowaniem udziałem w kampanii a rokiem studiów. Wszystkie roczniki wykazują znaczące potencjalne zaangażowanie w proces

udziałowego finansowania społecznościowego. Należy jednak zwrócić uwagę, że w przypadku deklarowanej kwoty możliwej do przeznaczenia na ten cel, zależność również okazała się, jak w przypadku hipotezy pierwszej, odwrotna. Kwoty deklarowane przez osoby na pierwszym roku studiów są większe niż te, które deklarują studenci na roku trzecim. Przyczyny występujących zależności można upatrywać w dwóch czynnikach. Pierwszym z nich jest fakt, że wśród osób na pierwszym roku studiów występuje największy odsetek tych, którzy mieli okazję uczestniczyć w kampanii crowdfundingu udziałowego. Po drugie, w kategorii tej największy jest udział respondentów, którzy wskazali, że znają i rozumieją pojęcie. Gotowość przeznaczenia wyższej kwoty w kampanii upatrywać należy zatem nie w zaawansowaniu studiów, a w poziomie zrozumienia pojęcia oraz ewentualnie dotychczasowego stopnia zaangażowania w proces.

Przeprowadzone badanie ma charakter początku badania zjawiska, jakim jest *crowdfunding*, a jego wyniki mogą być punktem wyjścia do szerszych, bardziej kompleksowych badań. Ich celem może być określenie stopnia świadomości oraz potencjalnej skali zaangażowania również wśród studentów studiów licencjackich innych polskich uczelni oraz w pozostałych grupach społecznych.

Analiza danych ankietowych sugeruje niepełne zrozumienia pojęcia udziałowego finansowania społecznościowego wśród studentów SGH, nawet przez tych deklarujących posiadanie wiedzy w tym zakresie. Wynika to z faktu, że jest to stosunkowo nowe zjawisko, które wymaga edukacji, szczególnie w zakresie legislacji odnoszących się do zjawiska *equity crowdfunding*. Co więcej, studenci mają głównie doświadczenia związane z crowdfundingiem donacyjnym, którego kampanie istotnie różnią się od tych przeprowadzanych w formie udziałowej.

Materiał uzyskany z wywiadów pogłębionych sugeruje dodatkowo, że respondenci nie zawsze utożsamiają udziałowe finansowanie społecznościowe z formą inwestowania. Prawdopodobnym podłożem tych odpowiedzi może być brak znajomości różnic pomiędzy typami crowdfundingu. Po drugie, posiadanie rachunku maklerskiego i inwestowanie w akcje tradycyjnie wpływa na postrzeganie i wagę czynników pozaekonomicznych podczas podejmowania decyzji dotyczącej zaangażowania w kampanię. Po trzecie, percepcja emocji towarzyszących udziałowemu finansowaniu społecznościowemu również różni się w zależności od doświadczenia na rynku kapitałowym. Kampanie crowdinvestingu poruszyłyby częściej osoby nieposiadające rachunku maklerskiego niż te aktywnie inwestujące. Osoby z drugiej grupy jednak nie bagatelizują możliwego silnego wpływu społeczności zawiązującej się wokół danej kampanii na silniejsze emocje, które może odczuwać pojedyncza jednostka.

Postuluje się zatem przeprowadzanie akcji promocyjnej wśród studentów SGH mającej na celu zapoznanie ich z istotą, korzyściami oraz regulacjami tego alternatywnego źródła pozyskania kapitału przez przedsiębiorstwa. Świadomość ryzyka oraz specyfiki kampanii crowdfundingu udziałowego przełożyłaby się na efektywniejsze decyzje inwestycyjne potencjalnych kapitałodawców w przyszłości.

Bibliografia

- Agrawal A., Catalini C., Goldfarb A. [2013], *Some simple economics of crowdfunding no. 1933*, National Bureau of Economic Research, 14(1): 63–97.
- Ahlres G., Cumming D., Guenther C., Schweizer D. [2015], Signaling in equity crowdfunding, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39(4): 955–980.
- AIG [2016], *Considering Potential Risks and Liabilities as the Industry Grows and Matures*, <https://www.aig.co.uk/content/dam/aig/emea/united-kingdom/documents/Insights/equity-crowdfunding-thought-leadership-oct16.pdf>, dostęp: 15.06.2020.
- Anglin A., Busenitz L., Drover W., Dushnitsky G., Matusik S., Townsend D. [2017], A review and road map of entrepreneurial equity financing research: venture capital, corporate venture capital, angel investment, crowdfunding and accelerators, *Journal of Management*, 43(6): 1820–1853.
- Bartosiewicz A. [2019], *Zasady opodatkowania finansowania społecznościowego*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa.
- Barnett C. [2013], *Top 10 crowdfunding sites for fundraising*, <https://www.forbes.com/sites/chancebarnett/2013/05/08/top-10-crowdfunding-sites-for-fundraising/#4c907d9b3850>, dostęp: 15.06.2020.
- Borello G., Crescenzo V., Pichler F. [2019], Factors for success in European crowdinvesting, *Journal of Economics and Business*, 106 (C).
- Brem A., Chang M., Cheng C., Kraus S., Richter C. [2016], Strategies for reward-based crowdfunding campaigns, *Journal of Innovation & Knowledge*, 1: 13–23.
- Covin J., Crescenzo V., Riberio-Soriano D. [2020], Exploring the viability of equity crowdfunding as a fundraising instrument: A configurational analysis of contingency factors that lead to crowdfunding success and failure, *Journal of Business Research*, 115: 348–356.
- Cox J., Nguyen T., Rich J. [2019], Invest or regret? An empirical investigation into funding dynamics during the final days of equity crowdfunding campaigns, *Journal of Corporate Finance*, 58: 784–803.
- Crowdfunding Barometer 2018*, <https://www.crowdfunding.de/literatur/crowdfunding-barometer-2018/>, dostęp: 10.05.2020.
- Cumming D., Meoli M., Vismara S. [2019], Investors' choices between cash and voting rights: evidence from dual-class equity crowdfunding, *Research Policy*, 48(8).
- Freedman D., Nutting M. [2015], *A Brief History of Crowdfunding*.
- Grodzka D. [2016], *Finansowanie społecznościowe*, Wydawnictwo Sejmowe dla Biura Analiz Sejmowych, Warszawa.
- Hao R., Johanson D., Odorovic A., Ryll L., Shneor R., Wenzlaff K., Ziegler T. [2019], *Shifting Paradigms: The 4th European Alternative Finance Benchmarking Report*, <https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/shifting-paradigms/#.Xr5u5mgzbiA>, dostęp: 26.04.2020.
- Hornuf L., Schwienbacher A. [2016], *Crowdinvesting: Angel investing for the masses?*, w: H. Landstroem, C. Mason (eds.), *Handbook of research on business angels*, Edward Elgar Publishing.
- Howe J. [2006], *Crowdsourcing: A definition*, <http://crowdsourcing.typepad.com/cs/2006/06/crowdsoucring.a.html>, dostęp: 26.04.2020.

- Kleeman F., Voss G., Rieder K. [2008], Un (der) paid innovators: The commercial utilization of consumer work through crowdsourcing, *Science, Technology and Innovation Studies*, 4(1): 5–26.
- Komisja Europejska [2018], *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ESCP) for business*, https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/initiatives/ares-2017-5288649_en, dostęp: 26.04.2020.
- Lambert T., Schwienbacher A. [2010], *An empirical analysis of crowdfunding*, Louvain-la-Neuve: Louvain School of Management, Catholic University of Louvain.
- Larralde B., Schwienbacher A. [2012], *Crowdfunding of small entrepreneurial ventures*, w: D.J. Cumming (ed.), *The Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance*, Oxford University Press, Oxford.
- Mahmood A., Sismeiro C., Vulkan N., Wang W. [2019], The evolution of equity crowdfunding: Insights from co-investments of angels and the crowd, *Research Policy*, 48.
- Maj. S., *Rynek crowdfundingu w liczbach*, <https://www.pb.pl/rynek-crowdfunding-u-w-liczbach-969674>, dostęp: 26.04.2020.
- Malaga R., Mamonov S. [2018], Success factors in Title III equity crowdfunding in the United States, *Electronic Commerce Research and Applications*, 27: 67–73.
- Mollick E. [2014], The dynamics of crowdfunding: An exploratory study, *Journal of Business Venturing*, 29: 1–16.
- Pancer-Cybulska E. [2018], *Crowdfunding w działalności biznesowej*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław.
- Stachak S. [2006], *Podstawy metodologii nauk ekonomicznych*, Książka i Wiedza, Warszawa.
- Stanowisko Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego dotyczące zasad funkcjonowania tzw. platform crowdfundingu inwestycyjnego* [2020], Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Warszawa.
- Strausz R. [2017], A theory of crowdfunding: a mechanism design approach with demand uncertainty and moral hazard, *American Economic Review*, 107(6): 1430–1476.
- Turan S. [2015], Financial Innovation – Crowdfunding: Friend or Foe?, *Procedia – Social and Behavioral Sciences*, 195: 353–362.
- Ustawa z dnia 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych (Dz.U. 2000 nr 94, poz. 1037).
- Vismara M. [2019], Sustainability in equity crowdfunding, *Technological Forecasting & Social Change*, 141: 98–106.
- Vitale M. [2013], *Crowdfunding: Recent international developments and analysis of its compatibility with Australia's existing regulatory framework*, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2324573, dostęp: 15.06.2020.
- Wenzlaff K., Gumpelmaier W., Eisfeld-Reschke J. [2012], *Definition von crowdfunding*, <http://www.ikosom.de/2012/06/11/definition-von-crowdfunding-beta/>, dostęp: 26.04.2020.
- Wilson K., Silva F. [2013], *Policies for seed and early stage finance: Findings from the 2012 OECD financing questionnaire*, OECD Science, Technology and Industry Policy Papers no. 9, OECD Publishing Paris.