

mgr Przemysław PIWIŃSKI

Szkoła Główna Handlowa
w Warszawie
Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie
e-mail: pp57994@doktorant.sgh.
waw.pl
ORCID 0000-0001-9902-0543

Analiza użyteczności metod oceny projektów inwestycyjnych w kontekście zbiórek crowdfudningowych na potrzeby start-upów

Analysis of the usefulness of investment project evaluation methods in the aspects of crowdfunding for start-ups

Słowa kluczowe:

zbiórki społecznościowe,
czynniki sukcesu, metody
oceny inwestycyjnej, metody
finansowania przedsiębiorstw

Streszczenie: Start-upy są obecnie nieodłączną częścią nowoczesnych gospodarek i zaczynają kształtować nową rzeczywistość tradycyjnych modeli biznesowych. Technologiczne przedsiębiorstwa typu *start-up* przyczyniają się do napędzania światowej gospodarki oraz przedsiębiorczości. Pomimo swojej elastyczności oraz relatywnie niskich kosztów wejścia na rynek, jednym z głównych problemów dotyczących rozwoju start-upów jest kwestia finansowania. Start-upy nie wpisują się w tradycyjną konwencję finansowania przedsiębiorstwa głównie dlatego, że są to przedsięwzięcia o względnie dużym poziomie niepewności co do ich przyszłości. Pomiędzy finansującym a finansowanym występuje też duża asymetria informacji, która jest wynikiem braku możliwości sprawdzenia efektów działalności na rynku podobnych podmiotów. Spośród nowoczesnych form finansowania przedsiębiorstw, takich jak sieci aniołów biznesu, finansowanie społecznościowe czy też ICO (*initial coin offering*), to właśnie *crowdfunding* (finansowanie społecznościowe) wpisuje się najlepiej w koncepcję start-upów. *Crowdfudning* bazuje na platformach internetowych i funkcjonuje jako miejsce styku finansujących i finansowanych. *Zasadniczo crowdfudning* dzieli się na cztery grupy: donacyjny, oparty na nagrodach, pożyczkach społecznościowych oraz udziałowy. Platformy crowdfundingowe stanowią również miejsce, gdzie projekty inwestycyjne typu *start-up* mają szansę na sprawdzenie swojego pomysłu i jego promowanie.

Istotą artykułu jest rozprawa nad kwestią czy i w jaki sposób twórcy start-upów przeprowadzają ocenę opłacalności inwestycyjnej swoich projektów podczas pozyskiwania finansowania na platformach crowdfundingowych oraz czy potrafią oni określić i ocenić, co jest czynnikiem sukcesu ich przedsięwzięcia w kontekście zbiórki crowdfundingowej. W tym celu przeprowadzone zostało badanie metodą sondażu, z wykorzystaniem techniki ankietowania CATI w gronie twórców i założycieli start-upów mających doświadczenie w pozyskiwaniu finansowania na platformach crowdfundingowych.

W ramach przeprowadzonego badania sprawdzone zostało wykorzystanie metod oceny opłacalności inwestycyjnej projektów w zbiorce społecznościowych przez założycieli start-upów. Dodatkowo badanie wyłoniło czynniki sukcesu mające wpływ na przeprowadzenie udanej zbiórki crowdfundingowej. Jest to o tyle istotne, gdyż nie wszystkie zbiórki na platformach crowdfundingowych kończą się sukcesem, a czynników sukcesu jest wiele i mogą one być ze sobą powiązane.

Zgodnie z odpowiedziami ankietowanych najbardziej istotnymi czynnikami sukcesu zbiorce crowdfundingowych są zaprezentowanie oceny inwestycyjnej danego projektu oraz sam pomysł. Oznacza to, że potencjalni inwestorzy zwracają uwagę na opłacalność ekonomiczną danego przedsięwzięcia oraz kierują się pragmatyzmem inwestycyjnym w kwestii wyboru alokacji swoich środków finansowych.

Keywords:

crowdfunding, start-up, success factors, investment evaluation method, fundraising, business financing methods

Abstract: Start-ups are now an integral part of modern economies and are shaping a new reality for traditional business models. Technology start-ups are currently contributing to driving the global economy and entrepreneurship. Despite their flexibility and relatively low market entry costs, one of the main challenges facing the development of start-ups is the issue of financing.

Start-ups do not fit into the traditional conventions of corporate financing. This is mainly due to the fact that they are relatively uncertain about their future. There is also a large asymmetry of information between the funder and the funded, resulting from the inability to check the effects of similar entities' market activity. Out of the modern forms of business financing, such as business angel networks, crowdfunding, or initial coin offerings (ICO), crowdfunding fits very well with the concept of start-ups. Crowdfunding is based on internet platforms and serves as a meeting place for funders and funded. Essentially, crowdfunding is divided into four categories: donation-based, reward-based, peer-to-peer lending, and equity-based. In addition, crowdfunding platforms is as a kind of place where start-up investment projects have a chance to test their idea and promote it.

The essence of the article was a discussion on whether and how start-up creators conduct an investment profitability assessment of their projects when raising funds on crowdfunding platforms and whether they can identify and assess what factors contribute to the success of their

project in the context of crowdfunding campaigns. For this purpose, a survey was conducted using the CATI survey technique among one hundred start-up creators and founders with experience in fundraising on crowdfunding platforms.

The study examined the use of methods for evaluating the investment profitability of projects in crowdfunding campaigns by start-ups. In addition, the study also identified success factors that influence the success of a crowdfunding campaign. This is important because not all crowdfunding campaigns on platforms end successfully, and success factors are numerous and can be interrelated.

According to the survey respondents, the most significant success factors for crowdfunding campaigns are the presentation of an investment profitability assessment of the project and the idea itself. This means that potential investors pay attention to the economic profitability of the project and are guided by investment pragmatism when selecting start-ups on crowdfunding platforms.

JEL:
O350, G320, M200

Wprowadzenie

Crowdfunding, jaki znamy dzisiaj, jest dosyć nowym sposobem finansowania przedsięwzięć biznesowych i jako źródło finansowania spopularyzował się dopiero pod koniec pierwszej dekady XXI w. [Lam, 2019, s. 23]. Rozwój tego sposobu pozyskiwania środków finansowych możemy obserwować przez zaledwie 15 lat i na próżno szukać badań metod ocen inwestycyjnych takich projektów z punktu widzenia założycieli. W ostatnich, pandemicznych, latach zauważalny jest globalnie wzrost liczby kampanii crowdfundingowych realizowanych przez start-upy [Shepherd, 2020]. Wpisują się one w ramy koncepcji *sharing economy* (ekonomia współdzielenia), która to ostatnio opisuje przemiany gospodarcze na świecie [Light, Miskelly, 2015, s. 49–62]. Zbiórki społecznościowe właściwie są częścią *sharing economy*, ponieważ stanowią model finansowania oparty na połączonych ze sobą jednostkach i społecznościach, które razem inwestują swoje oszczędności we wspólnie wybrane projekty. W związku z dynamicznym wzrostem *crowdfundingu* i powstawaniem nowych projektów inwestycyjnych typu *start-up*, na rynku można zauważyć mnogość takich zbiorów. Nie wszystkie z nich osiągają swój sukces, mierzony jako zebranie satysfakcjonującego kapitału do rozpoczęcia komercyjnej działalności. Sukces start-upu i jego dalszy rozwój jest uzależniony od wielu czynników (czas, produkt, finansowanie etc.), które bardzo często są ze sobą powiązane.

Start-upy jako nowoczesne przedsięwzięcia technologiczne w istotny sposób kształtują tkankę współczesnej gospodarki światowej. Stanowią one bardzo ważną z punktu widzenia przedsiębiorczości część ekonomii i są również przeciwwagą dla otaczających

nas międzynarodowych korporacji. To dzięki start-upom żyjemy w czasach zmian technologicznych oraz społecznościowych. Przedsięwzięcia te w praktyczny sposób wprowadziły w życie koncepcję ekonomii współdzielenia, redefiniując wiele dotychczasowych modeli biznesowych. Wystarczy wymienić chociażby usługi przewozowe, branżę hotelarską czy bankowość. Zmiany technologiczne sprawiły, że wiele przedsiębiorstw mogło w krótkim czasie zinternacjonalizować swoją działalność.

Celem poniższego artykułu jest sprawdzenie podejścia twórców start-upów do wykorzystania metod oceny projektów inwestycyjnych w kontekście kampanii crowdfundingowych. Dodatkowo przeanalizowano, jakie czynniki decydują o sukcesie zbiórek crowdfundingowych i czy jednym z nich jest przedstawienie potencjalnym inwestorom wyników oceny inwestycyjnej projektu typu *start-up*.

Znaczenie i wpływ start-upów na otoczenie gospodarcze

Projekty inwestycyjne typu *start-up* są kluczowe dla dobrobytu i wzrostu nowoczesnych gospodarek i stanowią ich bardzo istotny element. Nie tylko ze względu na swoją innowacyjność i zwinność (rozumianą jako szybką umiejętność dostosowania przedsięwzięcia do zmian realiów gospodarczych), ale również z powodu możliwości wyznaczania nowych trendów gospodarczych [Shane, Cable, 2002, s. 364–381]. Ich rozwój niesie za sobą wiele korzyści dla całej gospodarki. Wzrost liczby start-upów na rynku stymuluje wzrost gospodarczy, co przekłada się na wzrost poziomu życia. Start-upy wypuszczają na rynek również wiele patentów, które w późniejszych okresach implementowane są przez duże korporacje. Dzięki start-upom zwiększa się innowacyjność, a co za tym idzie konkurencyjność gospodarek. To dzięki m.in. takim projektom wzrasta efektywność gospodarcza, ponieważ start-upy bardzo często wykorzystują możliwości technologii do usprawnienia już istniejących procesów.

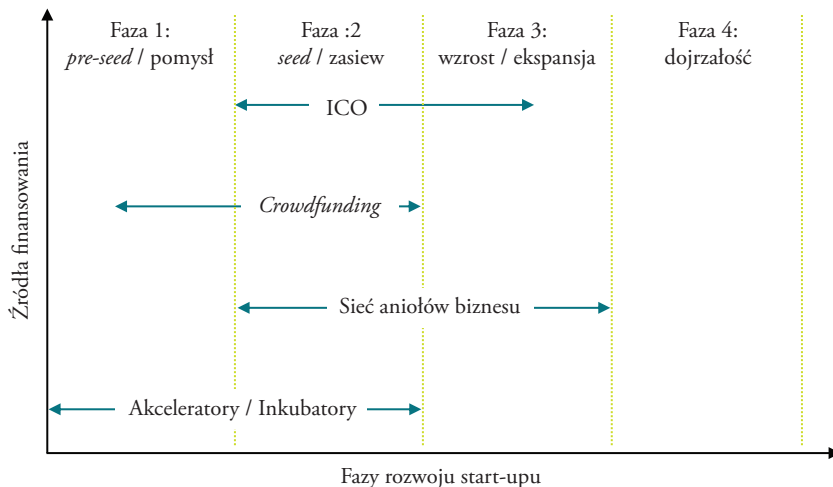
Warto również wspomnieć o wpływie przedsięwzięć typu *start-up* na tradycyjne modele biznesowe. Dobrym przykładem może tutaj być Uber, Airbnb lub Takeaway. Wszystkie te start-upy łączy to, że zmieniły podejście do modeli biznesowych, które były niezmiennie od wielu dekad. Uber umożliwia przewóz osób, nie posiadając w swojej flocie praktycznie żadnego środka transportu do tego przystosowanego. Dzięki Airbnb turyści z całego świata mogą w łatwy sposób rezerwować pokoje i apartamenty, przy czym spółka nie dysponuje własną bazą hotelową. Takeaway natomiast oferuje i sprzedaje dziennie setki tysięcy posiłków, nie mając własnych restauracji. Biznes Ubera, Airbnb i Takeaway w rzeczywistości polega na tym samym. Firmy te stworzyły platformy (wirtualny rynek) umożliwiające spotkanie podaży z popytem, jednocześnie ograniczając koszty transakcyjne dla obu stron. Rozwiązania te są innowacyjne w tradycyjnych branżach i zwiększają ich gospodarczą efektywność.

Start-upy poprzez względną łatwość wejścia na rynek mają duży wpływ na rozwój przedsiębiorczości, a co za tym idzie w istotny sposób podnoszą jakość rynku pracy w gospodarce. Przedsiębiorstwa w gospodarkach, które stawiają na rozwój innowacji i wdrażanie nowych technologii stają się bardziej atrakcyjne dla wysoko wykwalifikowanych specjalistów. Dzięki temu rozwój gospodarczy następuje jeszcze szybciej, a rynek pracy zmienia swój kształt.

Nowoczesne sposoby finansowania przedsięwzięć inwestycyjnych we współczesnej gospodarce

W obecnych czasach przedsięwzięcia inwestycyjne typu *start-up* postrzegane są w gospodarce jako innowacyjne projekty, które na późniejszych etapach rozwoju zmieniają sposób prowadzenia tradycyjnych biznesów [Skala, 2018, s. 18]. Niestety bardzo często ograniczone możliwości finansowania takich projektów uniemożliwiają przyszłym przedsiębiorcom realizację swoich planów oraz wcielenie ich w życie.

Rysunek 1 Nowoczesne metody pozyskiwania finansowania w zależności od fazy życia start-upu.



Źródło: opracowanie własne na podstawie Klein, Neitzert, Hartmann-Wendels, Kraus [2019, s. 46–98].

Głównym czynnikiem braku możliwości pozyskania finansowania przez start-upy w tradycyjny sposób jest brak wystarczającego zabezpieczenia wymaganego przez finansującego lub/i brak wystarczających danych finansowych, które pozwoliłyby w rzetelny sposób ocenić rentowność projektu [Bernstein, Korteweg, Laws, 2017, s. 509–538].

Może to prowadzić do powstania asymetrii informacji oraz pokusy nadużycia w relacjach pomiędzy właścicielami start-upów a inwestorami [Nofsinger, Wang, 2011, s. 2282–2294]. W kontekście szeroko pojętej rewolucji technologicznej i zmian społecznych można jednak zaobserwować rozwój alternatywnych rozwiązań pozyskiwania środków na rozwój pomysłów biznesowych. Nowoczesne możliwości finansowania (rysunek 1), takie jak: sieci aniołów biznesu, finansowanie społecznościowe czy też ICO (*initial coin offering*) we względnie łatwy i szybki sposób dostarczają kapitał potrzebny przedsiębiorcom do zrealizowania swojego pomysłu. Tradycyjne formy finansowania, czyli: kredyty bankowe, emisje akcji czy *private equity* zazwyczaj wymagają przedstawienia historycznych danych finansowych oraz są relatywnie kosztowne. Dodatkowo nowoczesne formy finansowania przedsięwzięć inwestycyjnych, w odróżnieniu od tych tradycyjnych, są prostsze i mniej sformalizowane [Rostamkalaei, Freel, s. 255–272].

Finansowanie społecznościowe we współczesnej gospodarce

Jedną z ciekawszych, a do tego względnie nową formą pozyskiwania finansowania jest crowdfunding, który bazuje na platformach internetowych oraz mediach społecznościowych. Dzięki platformom internetowym start-upy poszukujące wsparcia mają szansę dotrzeć do osób, które chcą je wesprzeć finansowo. Wsparcie to można określić mianem zbiórki crowdfundingowej [Nielsen, 2018, s. 695–707]. Samo pojęcie crowdfundingu obejmuje cztery różne podejścia do zbiórki [Covin, Crescenzo, Riberio-Soriano, 2020, s. 348–356]. Mianowicie są to: *crowdfunding* donacyjny, oparty na nagrodach, pożyczkach społecznościowych oraz udziałowy [Brem i in., 2016, s. 13–23].

W ostatnich latach można zauważyć szybki rozwój finansowania społecznościowego, co stanowi obszar zainteresowania naukowców, którzy na podstawie swoich badań twierdzą, iż projekty finansowane za pomocą crowdfundingu są lepiej odbierane i cieszą się większym zaufaniem konsumentów [Wehnert, Baccarella, Beckmann, 2018, s. 128–137]. Pomimo coraz większego zainteresowania crowdfundingiem w Polsce Urząd Komisji Nadzoru Finansowego dopiero 9 kwietnia 2020 r. zajął stanowisko w sprawie funkcjonowania platform crowdfundingu udziałowego w naszym kraju. Zgodnie ze stanowiskiem Komisji wskazane zostały przepisy prawne, które mogą mieć zastosowanie do tego typu inwestycji. Urząd doprecyzował również, jakie standardy powinny być wdrożone przez platformy crowdfundingowe obsługujące zbiórki społecznościowego finansowania udziałowego [UKNF, 2020].

W związku z możliwością pozyskania środków przez platformy crowdfundingowe na rynku można zauważyć dynamiczny wzrost zainteresowania tym sposobem finansowania przedsięwzięć. Widać to szczególnie we wzroście wartości emisji udziałów start-upów na portalach, takich jak Patronite lub Beesfund [Lukasiewicz, Nadolska, 2021,

s. 236–248]. Otoczenie crowdfundingowe ma pozytywny wpływ na rozwój projektów inwestycyjnych typu *start-up* głównie z tego powodu, że jest to względnie łatwy sposób pozyskania środków. Dodatkowymi atutami zbiorów crowdfundingowych jest pozyskanie potencjalnych konsumentów oraz promocja poprzez platformy crowdfundingowe swojego przedsięwzięcia. W literaturze podawane są cztery główne kategorie czynników, które sprzyjają przedsiębiorczości. Są to mianowicie: czas, stabilność gospodarcza, opodatkowanie oraz dostępność kapitału. Spośród tych czynników łatwość dostępu do kapitału jest najbardziej podatnym obszarem na wahania koniunkturalne [Shane, 2003]. Poza kwestią dostępu do kapitału bardzo istotnymi czynnikami, które wpływają na rozwój ekosystemu start-upów na platformach crowdfundingowych jest sprawdzenie, czy pomysł się przyjmie oraz czy stanowi on wartość dodaną dla swoich przyszłych odbiorców [Paschen, 2016, s. 179–188].

Finansowanie projektów typu *start-up* na platformach *crowdfundingowych*

Zgodnie z bazą danych polskiego crowdfundingu inwestycyjnego [Emiteo, 2022] w momencie pisania tego artykułu na polskim rynku miały miejsce 203 emisje udziałów na łączną kwotę 454 mln PLN, spośród których ponad 256 mln stanowiły start-upy z branży alkoholowej, gamingowej, technologicznej i gastronomicznej. Widoczny wzrost liczby kampanii crowdfundingowych oraz powyższe rozważania zostały zidentyfikowane jako podstawa do zweryfikowania, w jakim stopniu twórcy start-upów używają metod oceny opłacalności inwestycyjnej w przeprowadzanych zbiorach społecznościowych. W tym celu w dniach 4–22 lipca 2022 r. przeprowadzono badanie empiryczne wśród twórców, założycieli, promotorów oraz osób odpowiedzialnych za kwestie pozyskiwania finansowania na platformach crowdfundingowych. Próba objęła polskie start-upów, które pozyskiwały fundusze ze zbiorów crowdfundingu inwestycyjnego, co było kryterium udziału w badaniu. Zastosowano metodę CATI, w ramach której skontaktowano się z 497 start-upami. Udało się zebrać wyniki od 100 start-upów spełniających kryteria badania. Zamierzano sprawdzić, czy i w jaki sposób twórcy start-upów wykorzystują metody oceny inwestycyjnej do ewaluacji swoich projektów przed pozyskaniem finansowania na platformach crowdfundingowych oraz czy potrafią oni wskazać i ocenić, co jest czynnikiem sukcesu ich przedsięwzięcia przy pozyskaniu finansowania na platformach crowdfundingowych.

Jak wynika z tabeli 1, dla blisko 90% respondentów istotnym czynnikiem sukcesu, mającym wpływ na przeprowadzenie udanej zbiórki crowdfundingowej, jest zaprezentowanie oceny inwestycyjnej projektu. Zgodnie z udzielanymi odpowiedziami sam pomysł na *start-up* jest ważnym aspektem przyczyniającym się do sukcesu projektu

dla 80% ankietowanych. Oznacza to, że według założycieli start-upów przy zbiórkach na platformach crowdfundingowych bardzo ważne jest wykazanie ekonomicznej opłacalności udziału w zbiórce potencjalnym inwestorom. Przekłada się to również na wielkość pozyskiwanego finansowania. Jedna trzecia respondentów, którzy uważają, iż zaprezentowanie wyników oceny inwestycyjnej przyszłym inwestorom zwiększa atrakcyjność zbiórki crowdfundingowej, otrzymała finansowanie rzędu 500 tys. PLN i więcej (tabela 2). Platformy crowdfundingowe dają często szansę twórcom projektów inwestycyjnych typu *start-up* pierwszą możliwość zaprezentowania się szerszemu gronu odbiorców. Zauważa to 85% ankietowanych, którzy zgadzają się z twierdzeniem, iż dzięki platformom crowdfundingowym są w stanie stworzyć potencjał sprzedażowy w społeczności crowdfundingowej.

Tabela 1 Czynniki sukcesu – najistotniejsze aspekty, które miały wpływ na powodzenie wejścia na rynek start-upu ubiegającego się o finansowanie na platformie crowdfundingowej (w %)

	Zdecydowanie się nie zgadzam	Raczej się nie zgadzam	Ani się zgadzam, ani się nie zgadzam	Raczej się zgadzam	Zdecydowanie się zgadzam
Pomysł na start-up stanowi sam w sobie istotny czynnik atrakcyjności inwestycyjnej dla inwestora na platformie crowdfundingowej	3	3	14	39	41
Przygotowanie i zaprezentowanie oceny inwestycyjnej start-upu stanowi jeden z czynników sukcesu przedsięwzięcia	2	4	6	52	36
Tworzenie potencjału sprzedażowego poprzez kreowanie zasięgu społecznego jest istotnym kryterium sukcesu start-upu	2	1	12	47	38
Czas oraz wielkość środków finansowych są najistotniejszymi czynnikami rozwoju start-upów	7	3	12	45	33
Zaprezentowanie wyników oceny inwestycyjnej przyszłym inwestorom zwiększa atrakcyjność zbiórki crowdfundingowej	2	0	11	44	43

Źródło: opracowanie własne na podstawie badań ankietowych.

Tabela 2 „Wielkość zdobytego finansowania” x „Zaprezentowanie wyników oceny inwestycyjnej przyszłym inwestorom zwiększa atrakcyjność zbiórki crowdfundingowej” (w %)

		Zaprezentowanie wyników oceny inwestycyjnej przyszłym inwestorom zwiększa atrakcyjność zbiórki crowdfundingowej					Ogółem
		Zdecydowanie się nie zgadzam	Raczej się nie zgadzam	Ani się zgadzam, ani się nie zgadzam	Raczej się zgadzam	Zdecydowanie się zgadzam	
Wielkość zdobytego finansowania (tys. PLN)	< 50	0	0	3	4	4	11
	50–100	1	0	4	15	8	28
	101–200	1	0	2	6	7	16
	201–500	0	0	1	5	5	11
	501 >	0	0	1	14	19	34
Ogółem		2	0	11	44	43	100

Źródło: opracowanie własne na podstawie badań ankietowych.

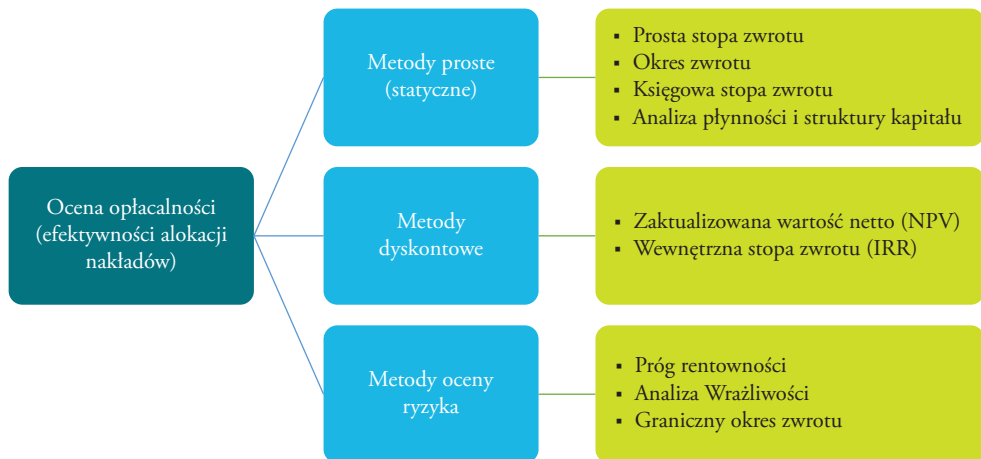
Wykorzystanie metod oceny opłacalności inwestycyjnej przy pozyskiwaniu środków na platformach crowdfundingowych

Inwestycje w projekty typu *start-up* stanowią dla potencjalnych przedsiębiorców względnie duże ryzyko, szczególnie wtedy, kiedy nie są one poddane odpowiedniej analizie ekonomicznej [Mason, Stark, 2004, s. 227]. Zaprezentowanie oceny inwestycyjnej z pewnością powinno być atutem dla inwestorów, którzy będą analizowali projekt z perspektywy jego przyszłego zwrotu. Metody oceny inwestycyjnej pozwalają na przedstawienie efektów upływu czasu pomiędzy momentem poniesienie nakładów a zakończeniem inwestycji. Oceny te są kluczowym kryterium z perspektywy opłacalności projektów inwestycyjnych [Kałowski, Wysocki, 2013, s. 333]. Literatura przedmiotu wyróżnia trzy podstawowe grupy metod oceny inwestycyjnej: proste, dyskontowe oraz oceny ryzyka (rysunek 2).

Pierwsza grupa metod oceny opłacalności inwestycyjnej jest relatywnie mało skomplikowana. Stosuje się je najczęściej do wstępnej selekcji projektów, które brane są pod uwagę w kontekście inwestycji. W związku z tym, że metody te nie uwzględniają zmiany pieniądza w czasie oraz okresu życia projektu, zalicza się je do metod statycznych. Metody te oceniają więc zwrot z inwestycji, bazując na rzeczywiście poniesionych nakładach i zakładanych przyszłych efektach. Drugą grupę metod (dyskontowe) określa się mianem dynamicznych. Metody te w znacznie precyzyjniej określają opłacalność inwestycji danego projektu. Uwzględniają długość trwania takiego projektu oraz zmiany wartości

pieniądza w czasie. Pokazują rozkład w ujęciu okresowym przyszłych prognozowanych przepływów pieniężnych, a dzięki zastosowaniu techniki dyskonta możliwe staje się porównanie tych przepływów w poszczególnych okresach. Podstawą do zastosowania metod dyskontowych są poprawnie sformułowane założenia, które odzwierciedlają rzeczywistość. Niestety wraz z wydłużaniem się życia projektu zakłada się, że szacunki przyjęte w tej ocenie będą coraz mniej dokładne z uwagi na rosnącą niepewność przyszłych uwarunkowań gospodarczych. Ostatnia grupa metod ocen projektów inwestycyjnych bierze pod uwagę ryzyko, z jakim musi zmierzyć się potencjalny inwestor. Identyfikacja poziomu ryzyka powinna dawać obraz obszarów, które są niepewne w inwestycji oraz które mogą negatywnie wpłynąć na jej efektywność. Proces rozpoznania ryzyka jest bardzo istotny z punktu widzenia szacowania efektywności całego projektu. Możliwości uchwycenia ryzyka w ocenie projektu uzależnia się przede wszystkim od poziomu informacji, które są w posiadaniu potencjalnych inwestorów. Zastosowanie tych metod jest względnie trudne dla osób, które nie mają z nimi do czynienia na co dzień [Kałowski, Wysocki, 2013].

Rysunek 2 Wybrane klasyczne metody oceny opłacalności projektu inwestycyjnego



Źródło: opracowanie własne na podstawie: Kałowski, Wysocki [2013].

W celu określenia zakresu wykorzystania metod oceny opłacalności inwestycyjnej, w ramach badania została sprawdzona znajomość oraz wykorzystywanie tych metod przez start-upy, które ubiegały się o finansowanie na platformach crowdfundingowych. Zgodnie z wynikami badań (tabela 3) jedynie 3% respondentów nie znała żadnej metody oceny opłacalności inwestycyjnej. Zdecydowana większość badanych (ok. 75%) znała analizę płynności oraz progu rentowności. Najmniej znaną metodą okazała się księgową stopę zwrotu – jedynie 28% ankietowanych znało tę metodę.

Tabela 3 Znajomość metod oceny opłacalności inwestycyjnej (w %)

	Próg rentowności	Analiza wrażliwości	Analiza struktury kapitałowej	Analiza płynności	Prosta stopa zwrotu	Okres zwrotu	Księgowa stopa zwrotu	NPV	IRR	Nie znam żadnej metody oceny opłacalności inwestycyjnej
Tak	73	63	52	77	56	54	28	48	37	3
Nie	27	37	48	23	44	46	72	52	63	97
Suma	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Źródło: opracowanie własne na podstawie badań.

Powyższe odpowiedzi mają swoje odzwierciedlenie w zastosowaniu wyżej wymienionych metod przy pozyskiwaniu finansowania w zbiórkach crowdfundingowych. Ankietowane osoby w swoich kampaniach crowdfundingowych (tabela 4) najczęściej do prezentacji oceny inwestycyjnej swojego projektu stosowały analizę płynności oraz próg rentowności – odpowiednio 65% oraz 52%. Najmniej popularnymi metodami, które zostały zastosowane w zbiórkach crowdfundingowych, były księgowa stopa zwrotu oraz wewnętrzna stopa zwrotu – 15%. Podkreślenia wymaga również fakt, iż 96% badanych zaprezentowało jakąkolwiek metodę opłacalności inwestycyjnej w swojej kampanii crowdfundingowej.

Tabela 4 Zastosowanie metod oceny opłacalności inwestycyjnej przy pozyskiwaniu finansowania na platformach crowdfundingowych (w %)

	Próg rentowności	Analiza wrażliwości	Analiza struktury kapitałowej	Analiza płynności	Prosta stopa zwrotu	Okres zwrotu	Księgowa stopa zwrotu	NPV	IRR	Nie znam żadnej metody oceny opłacalności inwestycyjnej
Tak	52	3	30	65	40	35	15	27	15	4
Nie	48	65	70	35	60	65	85	73	85	96
Suma	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Źródło: opracowanie własne na podstawie badań.

Warto również zwrócić uwagę na wielkość otrzymanego finansowania w zależności od zaprezentowania poszczególnych metod oceny opłacalności inwestycyjnej (tabela 5). Jak wynika z odpowiedzi ankietowanych, najwięcej, bo 25 projektów, otrzymało finansowanie powyżej 500 tys. PLN przy zaprezentowaniu analizy płynności. Zauważyć należy jednak, że dla projektów, które przedstawiły w swojej kampanii metodę wewnętrznej

stopy zwrotu (15), odsetek otrzymania finansowania powyżej 500 tys. PLN wyniósł 66%. Dla analizy płynności natomiast 48%.

Tabela 5 Zaprezentowanie metod oceny opłacalności inwestycyjnej względem poziom zdobytego finansowania projektów typu start-up na platformach crowdfundingowych.

	Próg rentowności	Analiza wrażliwości	Analiza struktury kapitałowej	Analiza płynności	Prosta stopa zwrotu	Okres zwrotu	Księgowa stopa zwrotu	NPV	IRR
< 50 k PLN	4	3	3	8	5	4	1	4	1
50 k PLN – 100 k PLN	17	11	10	11	9	6	3	6	1
101 k PLN – 200 k PLN	7	3	2	12	5	8	1	3	2
201 k PLN – 500 k PLN	5	4	2	9	4	3	0	1	1
501 k PLN >	19	14	12	25	17	14	10	13	10

Źródło: opracowanie własne na podstawie badań.

Podsumowanie

Spośród dostępnych metod finansowania projektów inwestycyjnych *crowdfunding* wydaje się tą metodą, która daje inwestorom realne poczucie bycia częścią przedsięwzięcia. Wynika to z tego, że na platformach crowdfundingowych najczęściej mamy do czynienia z rzeszą inwestorów indywidualnych, którzy są jednocześnie potencjalną grupą docelową emitenta.

Obecnie na całym świecie obserwujemy wzrost liczby zakładanych start-upów. Bardzo często możemy zauważyć, że redefiniują one tradycyjne modele biznesowe, przez co zmieniają kształt całej gospodarki. Projekty inwestycyjne typu *start-up* są już nieodłączną częścią nowoczesnych gospodarek. Właśnie dzięki tego typu inicjatywom nowoczesne gospodarki zdobywają przewagę konkurencyjną.

Finansowanie społecznościowe istotnie sprzyja rozwijaniu się ekosystemu start-upowego. Można również użyć stwierdzenia, iż *crowdfunding* stanowi swojego rodzaju sito dla tego typu projektów inwestycyjnych, ponieważ brak sukcesu zbiórki jest również informacją zwrotną dla założyciela takiego start-upu. Zaletą *crowdfunding*u jest również to, iż nie wymaga od emitenta dużego zaangażowania kapitałowego przy pozyskiwaniu finansowania. Innymi słowy *crowdfunding* aktualnie jest jedną z relatywnie niedrogich opcji pozyskania finansowania.

Jak zaznaczono we *Wprowadzeniu*, głównym celem artykułu była dyskusja nad podejściem twórców start-upów do wykorzystania metod oceny inwestycyjnej przy zbiorach crowdfundingowych. Zgodnie z odpowiedziami udzielonymi przez założycieli start-upów, głównymi determinantami sukcesu w wymiarze pozyskania finansowania są: zaprezentowanie potencjalnym inwestorom oceny inwestycyjnej danego projektu oraz sam pomysł. Oznacza to, że inwestorzy crowdfundingowi podchodzą do zbiorów, zwracając głównie uwagę na rachunek ekonomiczny i sukces rynkowy danego projektu. Poza tym uzyskane w ramach badań odpowiedzi mogą okazać się bardzo pomocne dla twórców przyszłych start-upów, którzy będą chcieli pozyskać finansowanie na platformach crowdfundingowych. Przeprowadzone badanie wskazuje bowiem, na jakie obszary należy zwrócić uwagę oraz na co kłaść nacisk przy organizacji emisji udziałów za pomocą crowdfundingu, co może okazać się pomocne w osiągnięciu sukcesu tak realizowanej zbiórki. Istotną wartością badania są także wskazania odnośnie do głównych metod oceny opłacalności inwestycyjnej, które są wykorzystywane przy pozyskiwaniu środków na platformach crowdfundingowych. Z badań wynika, że są to próg rentowności oraz analiza płynności. Metody te w porównaniu z innymi są względnie proste oraz intuicyjne. Nie wymagają one od potencjalnych inwestorów większej wiedzy w zakresie ocen opłacalności projektów inwestycyjnych. Należy również podkreślić, iż odsetek start-upów, które w swojej zbiorce postanowiły zaprezentować bardziej skomplikowane metody oceny projektów inwestycyjnych (np. IRR lub NPV), uzyskiwały względnie wyższy poziom finansowania.

Zakłada się, że modele finansowania społecznościowego będą ewoluowały i staną się jeszcze bardziej niż obecnie popularną metodą pozyskiwania środków dla nowych przedsięwzięć. Wnioski płynące z tego artykułu mogą mieć szerokie zastosowanie wśród założycieli oraz twórców start-upów chcących pozyskać środki w ramach crowdfundingu. Przedstawione badania oraz analiza uzyskanych danych mogą pomóc prowadzić przyszłe zbiórki społecznościowe lepiej, skuteczniej i bardziej efektywnie. Przeprowadzone badania mogą również służyć jako podstawa do głębszej analizy społecznych zachowań potencjalnych inwestorów, w kontekście aspektów atrakcyjności zbiorów crowdfundingowych.

Bibliografia

- Bernstein S., Korteweg A., Laws, K. (2017), *Attracting Early-Stage Investors: Evidence from a Randomized Field Experiment*. *Journal of Finance*. 72(2), 509–538.
- Brem A., Chang M., Cheng C., Kraus S., Richter C. (2016), *Strategies for reward-based crowdfunding campaigns*, *Journal of Innovation & Knowledge*, vol. 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, vol. 115: 348–356.
- Emiteo (2022), *Baza danych polskiego crowdfundingu inwestycyjnego*. <https://emiteo.pl/equity-crowdfunding> (dostęp: 04.08.2022).
- Features*, Technological Forecasting and Social Change, vol. 14, 128–137
- Investigating crowdfunding success as a signal for enhancing trust in sustainable product*
- Klein M., Neitzert F., Hartmann-Wendels T., Kraus S. (2019), *Start-Up Financing in the Digital Age – A Systematic Review and Comparison of New Forms of Financing*, The Journal of Entrepreneurial Finance, vol 21, 46–98.
- Lam W., Harris P., Zhao Y., (2019) *Crowdfunding industry – History, development, policies, and potential issues*, Business Research Institute, Vol. 19.
- Light A., Miskelly C. (2015) *Sharing Economy vs Sharing Cultures? Designing for social, economic and environmental good*, Interaction Design and Architecture(s) Journal – IxD&A, N.24, s. 49–62.
- Łukasiewicz A., Nadolska A. (2021), *Poland: Country Report on the Sharing Economy. In The Collaborative Economy in Action: European Perspectives*, University of Limerick, vol. 2, 236–248.
- Mason C.M., Stark M., (2004) *What Do Investors Look for in a Business Plan?*, „International Small Business Journal”, vol. 22, s. 227.
- Nielsen K.R. (2018), *Crowdfunding through a partial organization lens: The co-dependent*
- Nofsinger J.R., Wang, W. (2011), *Determinants of start-up firm external financing Organization*, European Management Journal, 36(6), 695–707.
- Paschen J., (2016), *Choose wisely: Crowdfunding through the stages of the startup life cycle.*, Business Horizons, 1348, 179–188.
- Rostamkalaei, A., Freel, M. (2016), *The cost of growth: small firms and the pricing of bank loans. Small Business Economics*, 46(2), 255–272.
- Shane S., Cable D. (2002), *Network Ties, Reputation, and the Financing of New Ventures*, Management Science. 48(3), 364–381.
- Shane, S. (2003), *A General Theory of Entrepreneurship: The Individual-Opportunity Nexus New Horizons in Entrepreneurship*. London: Yale University Press.
- Shepherd, M. (2020), *Crowdfunding Statistics: Market Size and Growth*. Fundera. Dostęp 14/09/2022 <https://www.fundera.com/resources/crowdfunding-statistics>
- Skala A. (2018), *Startupy Wyzwanie dla zarządzania i edukacji przedsiębiorczości*, edu-Libri, Kraków.
- UKNF (2020), *Stanowisko Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego dotyczące zasad funkcjonowania tzw. platform crowdfundingu inwestycyjnego*, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Warszawa.
- Wehnert P., Baccarella C.V., Beckmann M. (2018), *In crowdfunding we trust? worldwide*. Journal of Banking and Finance. 35(9), 2282–2294.

Badania zostały zrealizowane w ramach przyznanej subwencji na utrzymanie i rozwój potencjału badawczego w Szkole Głównej Handlowej w Warszawie w 2022 r.