

Karolina Della-Valle

Akademia im. Jakuba z Paradyża
w Gorzowie Wielkopolskim
e-mail: k.j.dellavalle@gmail.com
ORCID: 0009-0007-0907-9690

dr Andrzej Kuciński, prof. AJP

Akademia im. Jakuba z Paradyża
w Gorzowie Wielkopolskim
Wydział Ekonomiczny
Katedra Zarządzania Finansami
i Rachunkowości
e-mail: akucinski@ajp.edu.pl
ORCID: 0000-0002-8988-8872

Crowdfunding – szansa czy ryzyko dla małych przedsiębiorstw?

Crowdfunding – an opportunity or a risk for small enterprises?

Słowa kluczowe:

crowdfunding
udziałowy, finansowanie
społecznościowe, małe
i średnie przedsiębiorstwa,
źródła finansowania

Keywords:

equity crowdfunding,
community-based financing,
small and medium-sized
enterprises, source of funding

Streszczenie: Crowdfunding stanowi dynamicznie rozwijającą się alternatywną formę finansowania, zyskującą coraz większe znaczenie, zwłaszcza wśród małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP). Celem artykułu jest przedstawienie zasad funkcjonowania crowdfundingu udziałowego, charakterystyka jego mechanizmu, rodzajów i etapów realizacji kampanii, a także omówienie specyfiki rynku crowdfundingu w Polsce w latach 2021–2023. W artykule zastosowano metodę desk research, analizę danych wtórnych pochodzących z raportów Związku Przedsiębiorstw Finansowych (ZPF) oraz analizę porównawczą przeprowadzoną na podstawie celowo dobranego przykładu platformy Emiteo.

Abstract: Crowdfunding is a dynamically developing alternative form of financing that is becoming increasingly important, particularly for small and medium-sized enterprises (SMEs). The aim of this article is to present the principles underlying equity crowdfunding, describe its mechanism, types, and stages of campaign implementation, and discuss the specific features of the crowdfunding market in Poland between 2021 and 2023. The study employs desk research, an analysis of secondary data derived from reports published by the Polish Association of Financial Companies (ZPF), and comparative analysis based on a purposively selected case of the Emiteo platform.

JEL:

G32, G23, M13

Wprowadzenie

Tradycyjne metody pozyskiwania kapitału, takie jak kredyty i pożyczki bankowe czy emisja akcji i innych papierów wartościowych, nie zawsze są dostępne, zwłaszcza dla małych przedsiębiorstw znajdujących się na wczesnym etapie działalności, w tym nowo powstających startupów. Obserwowana w ostatnich latach zwiększona zmienność otoczenia gospodarczego, wywołana m.in. inflacją, pandemią COVID-19 i konfliktami zbrojnymi, znalazła odzwierciedlenie w utrudnionym dostępie do źródeł finansowania. Wzrost niepewności z jednej strony skłonił wiele instytucji finansowych do zaostrzenia polityki kredytowej i ograniczenia ekspozycji na ryzyko, z drugiej zaś rozwój nowoczesnych technologii, w tym Internetu, przyczynił się do powstania alternatywnego rynku finansowania, a także do przemodelowania tradycyjnego podejścia do pozyskiwania kapitału. Jednym z przejawów tych zmian jest crowdfunding.

Crowdfunding, pomimo stosunkowo krótkiej historii, szybko zyskał na znaczeniu. W skali globalnej wyraźnie zaznaczył swoją obecność, przyczyniając się do redefinicji znaczenia i roli rynku finansowego oraz funkcjonujących w jego ramach instytucji. Crowdfunding można rozumieć jako „demokratyczną i cyfrową metodę finansowania projektów, w ramach której dowolna osoba udziela swoimi pieniędzmi «wotum zaufania» danemu pomysłowi w zamian za konkretną korzyść” [Malinowski, Giełzak, 2015, s. 26]. Taka forma finansowania, wykorzystywana przez małe i średnie przedsiębiorstwa, może z jednej strony stanowić szansę na rozwój, a z drugiej zaś wiązać się z określonym ryzykiem.

Crowdfunding zmienia perspektywę i sposób postrzegania finansowania, ponieważ nie koncentruje się wyłącznie na celach finansowych. Wykracza poza samą mechanikę pozyskiwania kapitału, obejmując również aspekty pozafinansowe, takie jak walidacja projektu, budowanie zaufania i kształtowanie pozytywnego wizerunku przedsiębiorstwa. Jest to jednak narzędzie oparte na zaufaniu, które może zostać łatwo utracone. Nierozważne decyzje oraz niezrozumienie istoty tego modelu finansowania mogą prowadzić do poważnych konsekwencji, a koszt podjętego ryzyka może okazać się bardzo wysoki.

Celem artykułu jest przedstawienie zasad finansowania projektów za pośrednictwem crowdfundingu oraz analiza korzyści i ryzyka związanego z wykorzystaniem tej metody przez małe i średnie przedsiębiorstwa. W celu realizacji przyjętego założenia zastosowano trzy główne metody badawcze: krytyczną analizę literatury, analizę danych wtórnych pochodzących z raportu Związku Przedsiębiorstw Finansowych oraz analizę porównawczą. Analizę porównawczą przeprowadzono na podstawie celowo dobranej próby projektów pochodzących z platformy crowdfundingu udziałowego Emiteo, dążąc do identyfikacji kluczowych czynników sukcesu kampanii oraz najważniejszych źródeł ryzyka.

Pojęcie i rodzaje crowdfundingu

Pojęcie *crowdfunding* powstało z połączenia angielskich słów *crowd* (tłum) oraz *funding* (finansowanie) [Dziuba, 2015, s. 9; Jasiuk, Wosiek, 2022, s. 28]. W polskiej literaturze termin ten najczęściej tłumaczy się jako „finansowanie społecznościowe” [Czeszejko-Sochacki, 2023, s. 21; Mętrak, 2023, s. 34]. K. Gemra definiuje crowdfunding jako „rodzaj gromadzenia i alokacji kapitału przekazywanego na rzecz rozwoju określonego przedsięwzięcia w zamian za określone świadczenie zwrotne, który angażuje szerokie grono kapitałodawców, charakteryzuje się wykorzystaniem technologii teleinformatycznych oraz niższą barierą wejścia i lepszymi warunkami transakcyjnymi, niż ogólnodostępne na rynku” [Gemra, 2019, s. 48].

Nieco inne ujęcie proponuje J. Ziobrowska-Sztuczka, która opisuje crowdfunding jako pozyskiwanie środków na realizację projektów, idei lub przedsięwzięć w drodze otwartego zaproszenia do udzielenia wsparcia finansowego. Wsparcie to może przyjmować formę darowizn, przedpłat, pożyczek lub inwestycji [Ziobrowska-Sztuczka, 2024, s. 58–59]. Termin „crowdfunding” można zatem rozumieć jako proces pozyskiwania kapitału od szerokiego grona osób za pośrednictwem platform internetowych, a samą formę pozyskiwania kapitału utożsamiać z finansowaniem społecznościowym [Burkett, 2011, s. 66].

Crowdfunding stanowi więc alternatywną formę finansowania różnorodnych projektów, inwestycji i inicjatyw, opartą na bezpośrednim zaangażowaniu społeczności internetowej. Istotą tego zjawiska jest współpraca licznego grona uczestników, którzy dobrowolnie przekazują środki finansowe w celu wsparcia określonych przedsięwzięć i realizacji wizji przedsiębiorców [Wash, 2013, s. 1–2]. W przeciwieństwie do tradycyjnych źródeł finansowania, takich jak kredyty bankowe czy inwestycje typu *venture capital*, crowdfunding umożliwia bezpośrednie nawiązywanie relacji pomiędzy inwestorami a osobami poszukującymi kapitału [Malinowski, Giełzak, 2015, s. 27; Drapp, 2013, s. 1].

W ostatnich latach crowdfunding zyskał na znaczeniu jako narzędzie demokratyzujące dostęp do kapitału. Stwarza przedsiębiorcom możliwość finansowania innowacyjnych pomysłów, które nie zawsze spełniają restrykcyjne kryteria stosowane przez tradycyjne instytucje finansowe.

W praktyce crowdfunding przybiera różne formy. Najczęściej wyróżnia się cztery podstawowe jego rodzaje [Dziuba, 2015, s. 22–23; Szpyt, 2024, s. 390; Belleflamme i in., 2015, s. 11–28; Mollick, 2014, s. 1–16]:

- crowdfunding donacyjny (*donation-based crowdfunding*) – polega na dobrowolnym przekazywaniu środków finansowych bez oczekiwania świadczenia zwrotnego lub rekompensaty. Wsparcie to ma zazwyczaj charakter charytatywny lub społeczny i jest

wykorzystywane przede wszystkim do finansowania projektów non-profit, inicjatyw obywatelskich, kampanii pomocowych oraz działań o charakterze humanitarnym;

- crowdfunding sponsorski, określany także jako nagrodowy (*reward-based crowdfunding*) – jest modelem finansowania, w którym wspierający przekazują środki na realizację projektu w zamian za obietnicę otrzymania określonego świadczenia, najczęściej w postaci produktu, usługi lub innego dobra niematerialnego oferowanego przez pomysłodawcę. Model ten jest szczególnie popularny w przypadku przedsięwzięć ukierunkowanych na opracowanie lub wytworzenie konkretnego produktu. Wspierający są często motywowani chęcią poparcia twórczości i innowacyjnych inicjatyw, a nie oczekiwaniem bezpośredniej korzyści finansowej. Otrzymują natomiast inne formy gratyfikacji, takie jak podziękowania, dostęp do unikatowych materiałów czy ekskluzywnych produktów;
- crowdfunding inwestycyjny, określany także jako udziałowy (*equity-based crowdfunding*) – w tym modelu finansujący przekazują kapitał w zamian za określone korzyści majątkowe, takie jak udziały lub akcje przedsiębiorstwa, a niekiedy także prawo do udziału w przyszłych zyskach. Jest to jeden z bardziej zaawansowanych modeli finansowania społecznościowego, którego mechanizm wykazuje podobieństwo do klasycznych form finansowania zewnętrznego. Kluczowa różnica polega jednak na tym, że pozyskanie kapitału odbywa się za pośrednictwem wyspecjalizowanych platform internetowych, umożliwiających zgromadzenie środków od szerokiego grona drobnych inwestorów. Crowdfunding udziałowy stanowi atrakcyjną alternatywę dla młodych przedsiębiorstw poszukujących kapitału na rozwój, które nie mają dostępu do rynku kapitałowego lub inwestorów instytucjonalnych;
- crowdfunding pożyczkowy (*lending-based crowdfunding*) – jest modelem finansowania społecznościowego, w którym finansujący udzielają pomysłodawcom pożyczek na określony czas i na ustalonych warunkach. Pożyczkodawcy otrzymują zwrot kapitału wraz z odsetkami, co sprawia, że forma ta może być atrakcyjna zarówno dla przedsiębiorców poszukujących finansowania, jak i dla osób oczekujących finansowej stopy zwrotu.

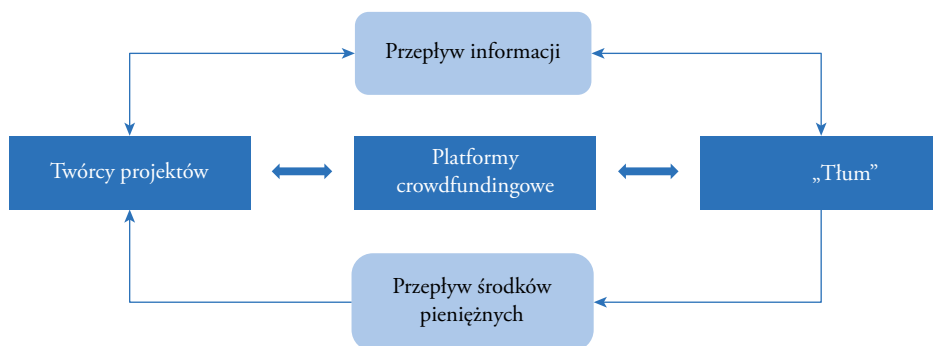
Funkcjonujące w praktyce gospodarczej modele crowdfundingu stanowią odpowiedź na zróżnicowane potrzeby finansowe podmiotów gospodarczych oraz oczekiwania osób udostępniających kapitał. Elementem łączącym uczestników tego rynku jest Internet, który agreguje popyt i podaż oraz umożliwia kształtowanie relacji opartych na przejrzystej i otwartej komunikacji. Tworzy to szczególne warunki do walidacji pomysłów oraz budowania zaufania [Borello i in., 2014, s. 2]. Bez cyfrowej infrastruktury idea finansowania społecznościowego nie mogłaby w pełni realizować funkcji uzupełniania luki występującej w tradycyjnym systemie finansowania.

Mechanizm finansowania projektów za pomocą crowdfundingu

Crowdfunding opiera się na transparentnej komunikacji między pomysłodawcami a osobami finansującymi projekt oraz na demokratyzacji dostępu do kapitału. Osoby wspierające daną inicjatywę uczestniczą w jej finansowaniu poprzez wniesienie wkładu pieniężnego, w zamian za który otrzymują określone świadczenie [Malinowski, Giełzak, 2015, s. 29–30]. Ogólny mechanizm finansowania projektów za pośrednictwem crowdfundingu przedstawiono na rysunku 1.

W mechanizmie tym można wyróżnić trzy podstawowe grupy uczestników: pomysłodawców projektów, społeczność finansujących oraz platformy crowdfundingowe. Pomysłodawcy są osobami lub podmiotami poszukującymi kapitału na realizację określonych przedsięwzięć. Społeczność finansujących, określana również mianem „tłumu”, obejmuje osoby zainteresowane udzieleniem finansowego wsparcia zgłaszanym projektom. Platformy crowdfundingowe tworzą natomiast infrastrukturę umożliwiającą nawiązanie relacji między pomysłodawcami a finansującymi. Pełnią one jednocześnie funkcję pośrednika w przepływie kapitału i informacji między uczestnikami kampanii.

Rysunek 1. Mechanizm finansowania projektów za pośrednictwem platform crowdfundingowych



Źródło: opracowanie własne.

Sam proces realizacji projektu z wykorzystaniem crowdfundingu można podzielić na kilka zasadniczych etapów, przedstawionych na rysunku 2.

Proces finansowania projektu za pośrednictwem crowdfundingu rozpoczyna się od fazy przygotowawczej. Na tym etapie inicjatorzy kampanii definiują cel zbiórki oraz opracowują szczegółowy plan projektu, obejmujący opis przedsięwzięcia, budżet, harmonogram i planowane świadczenia dla osób finansujących [Malinowski, Giełzak, 2015, s. 32–33]. Następnie przygotowują atrakcyjną i przekonującą prezentację kampanii,

której celem jest przyciągnięcie uwagi potencjalnych finansujących. Zazwyczaj zawiera ona materiały wizualne, film promocyjny, szczegółowy opis projektu oraz informacje o nagrodach, świadczeniach lub udziałach oferowanych w zamian za udzielone wsparcie [Kuciński, 2025, s. 167].

Rysunek 2. Proces realizacji projektu z wykorzystaniem crowdfundingu



Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Malinowski, Gielzak, 2015, s. 32–33].

W przypadku crowdfundingu udziałowego prezentacja kampanii obejmuje również wycenę przedsiębiorstwa przed inwestycją (*pre-money valuation*), określającą jego wartość przed pozyskaniem dodatkowego kapitału od inwestorów. Wycena ta stanowi podstawę ustalenia warunków inwestycji, w tym wartości oferowanych udziałów lub akcji. Założenie, że środki pozyskane w ramach nowej inwestycji będą generować stopę zwrotu zbliżoną do tej osiąganą przez dotychczasowe aktywa przedsiębiorstwa, powinno być traktowane jako założenie analityczne, a nie jako gwarancja przyszłych wyników [Chmielewska, 2017, s. 9].

Po uruchomieniu kampanii rozpoczyna się właściwy etap pozyskiwania finansowania. W tym czasie pomysłodawca prowadzi intensywne działania promocyjne, monitoruje poziom wpłat oraz utrzymuje stały kontakt ze społecznością finansujących, partnerami i mediami. Rezultat kampanii zależy w dużej mierze od ciągłego zaangażowania pomysłodawcy, jakości prezentacji projektu oraz skuteczności prowadzonej komunikacji.

W przypadku modelu „wszystko albo nic” (*all-or-nothing*) środki są przekazywane pomysłodawcy tylko wtedy, gdy kampania osiągnie określony cel finansowy. Jeżeli cel nie zostanie zrealizowany, wpłaty są zwracane osobom finansującym, a pomysłodawca nie otrzymuje zgromadzonych środków [Bi i in., 2019, s. 168–183]. W przypadku przekroczenia zakładanej kwoty pomysłodawca może wykorzystać nadwyżkę zgodnie z warunkami określonymi w kampanii, o ile zasady funkcjonowania danej platformy na to pozwalają.

Po zakończeniu kampanii pośrednik płatniczy lub platforma przekazuje pomysłodawcy zgromadzone środki, pomniejszone o należne prowizje i opłaty. Wówczas

pomysłodawca przystępuje do realizacji zobowiązań wynikających z kampanii. Istotne znaczenie ma również utrzymanie przejrzystej komunikacji z osobami finansującymi, obejmującej regularne informowanie o postępach prac, sposobie wykorzystania środków oraz o ewentualnych trudnościach i opóźnieniach.

Warto jednak zauważyć, że w niektórych modelach crowdfundingu stosuje się również tzw. finansowanie elastyczne (*flexible funding*, określane także jako *keep-it-all*). W tym przypadku pomysłodawca może zatrzymać zgromadzone środki nawet wtedy, gdy kampania nie osiągnie zakładanego celu finansowego [Bi i in., 2019 s. 168–183]. Model ten jest odpowiedni przede wszystkim dla projektów, które mogą być realizowane etapami lub w ograniczonym zakresie, zależnie do faktycznie pozyskanego kapitału. Jednocześnie wiąże się on z większym ryzykiem po stronie osób finansujących, ponieważ zgromadzenie środków nie jest uzależnione od osiągnięcia kwoty niezbędnej do pełnej realizacji pierwotnych założeń kampanii.

Crowdfunding – korzyści i ryzyko dla małych i średnich przedsiębiorstw

Crowdfunding zyskał w ostatnich latach dużą popularność, tworząc alternatywną formę pozyskania kapitału na realizację przedsięwzięć biznesowych, społecznych oraz inicjatyw startupowych. Jego atrakcyjność wynika m.in. z możliwości dotarcia do szerokiego grona potencjalnych wspierających, relatywnie łatwego dostępu do środków finansowych oraz szansy na promocję innowacyjnych rozwiązań. Wzrost popularności tego rozwiązania jest wynikiem licznych zalet. Korzyści determinujące zainteresowanie crowdfundingiem można podzielić na następujące kategorie [Szpyt, 2024, s. 394–395]:

- korzyści finansowe:
 - zmniejszenie barier wejścia na rynek dzięki możliwości pozyskania kapitału bez konieczności angażowania tradycyjnych instytucji finansowych (np. banków czy funduszy venture capital);
 - zwroty finansowe dla inwestorów;
- korzyści niefinansowe [Szpyt, 2024, s. 394–395]:
 - a) z punktu widzenia wspierających i inwestorów:
 - zaspokojenie motywacji altruistycznych, wynikających z potrzeby wspierania innych oraz działań o charakterze społecznym;
 - poczucie uczestnictwa i wpływu na proces twórczy oraz rozwój projektu;
 - identyfikacja z określoną społecznością lub grupą, co wzmacnia więzi społeczne;
 - doświadczenie satysfakcji, przyjemności oraz rozrywki wynikające z udziału w kampanii crowdfundingowej;

- dostęp do ekskluzywnych produktów lub usług jeszcze przed ich oficjalnym wejściem na rynek;
- b) z perspektywy organizatorów zbiorów i kampanii:
 - możliwość oceny, jak odbiorcy postrzegają wartość oferowanego produktu lub usługi;
 - potwierdzenie trafności i atrakcyjności rozwiązania na rynku;
 - pozyskanie cennych informacji zwrotnych dotyczących produktu lub usługi, które mogą posłużyć do dalszego udoskonalenia;
 - zwiększenie zainteresowania potencjalnych klientów, w tym dotarcie do nowych grup odbiorców spoza bezpośredniego kręgu wspierających, a także skuteczna promocja zarówno produktu, jak i marki;
 - zdobywanie nowych klientów oraz wsparcie procesu sprzedaży;
 - budowanie pozytywnego wizerunku marki;
 - tworzenie dodatkowych szans rozwoju biznesu;
 - efektywne narzędzie marketingowe o szerokim zasięgu;
 - niskie ryzyko finansowe związane z realizacją kampanii crowdfundingowej.

Mimo licznych korzyści finansowanie społecznościowe niesie ze sobą również określone zagrożenia, które mogą negatywnie wpłynąć na powodzenie projektu. Można je sklasyfikować w kilku podstawowych obszarach [Brunello, 2015/2016, s. 50; Malinowski, Giełzak, 2015, s. 31; Dziuba, 2015, s. 105]:

- ryzyko niepowodzenia projektu – podstawowym zagrożeniem w crowdfundingu jest brak osiągnięcia założonego celu finansowego. Mimo wysokiego zaangażowania społeczności zdarza się, że nie udaje się zgromadzić potrzebnych środków finansowych, co skutkuje niepowodzeniem projektu. Nawet jeśli kapitał zostanie zgromadzony, realizacja projektu może napotkać trudności, takie jak problemy zarządcze, kwestie techniczne czy zmiany rynkowe. Niewywiązanie się z obietnic wobec wspierających prowadzi do utraty zaufania i szkodzi reputacji zarówno przedsiębiorcy, jak i platformy crowdfundingowej;
- ryzyko plagiatu – udostępnianie projektów w przestrzeni internetowej oraz ich szeroka dostępność niosą ze sobą istotne zagrożenie kopiowaniem pomysłów. W dobie cyfrowej, gdzie informacje są łatwo dostępne i szybko się rozprzestrzeniają, innowacyjne rozwiązania technologiczne czy unikatowe koncepcje biznesowe mogą zostać przejęte przez konkurencję. Internet, mimo że umożliwia efektywną promocję, jednocześnie zwiększa ryzyko utraty oryginalności oraz wartości rynkowej przedsięwzięcia. Szczególnie w przypadku platform crowdfundingowych, gdzie projekty często prezentowane są publicznie przed pozyskaniem finansowania, istnieje możliwość, że konkurenci wykorzystają opublikowane materiały i wprowadzą podobne rozwiązania na rynek wcześniej niż pierwotni autorzy. Takie sytuacje mogą prowadzić do strat finansowych oraz osłabienia pozycji konkurencyjnej;

- ryzyko prawne i regulacyjne – crowdfunding może napotkać wyzwania związane z obowiązującymi przepisami prawnymi oraz regulacjami dotyczącymi działalności finansowej i ochrony konsumentów. Szczególnie w przypadku modeli inwestycyjnych projekty podlegają rygorystycznym regulacjom dotyczącym papierów wartościowych. Brak jasnych ram prawnych zwiększa ryzyko nadużyć i oszustw, co może negatywnie wpłynąć na bezpieczeństwo wspierających;
- ryzyko związane z reputacją i zaufaniem – zaufanie jest fundamentem powodzenia kampanii crowdfundingowych. Wspierający podejmują decyzję o zaangażowaniu finansowym na podstawie przekonania o kompetencjach twórców projektu oraz ich zdolności do realizacji założonych celów. Brak transparentności w zakresie wykorzystania środków, niewłaściwe zarządzanie projektem lub ograniczona komunikacja z inwestorami mogą negatywnie wpłynąć na reputację zarówno przedsiębiorcy, jak i platformy crowdfundingowej. Co więcej, osłabienie wizerunku w przypadku projektów o szerokim zasięgu może utrudnić pozyskanie wsparcia dla przyszłych inicjatyw;
- ryzyko technologiczne – większość platform crowdfundingowych funkcjonuje w środowisku cyfrowym, co niesie ze sobą zagrożenia technologiczne. Ataki hackerskie, awarie systemów czy utrata danych mogą skutkować nie tylko utratą zgromadzonych środków, ale także wyciekiem informacji o inwestorach. Dodatkowo platformy te muszą radzić sobie z wyzwaniami związanymi z bezpieczeństwem transakcji finansowych oraz ochroną danych osobowych. W związku z tym niezbędne jest stosowanie zaawansowanych zabezpieczeń oraz przestrzeganie obowiązujących standardów prywatności;
- ryzyko rynkowe, ekonomiczne i psychologiczne – podobnie jak w tradycyjnych formach inwestowania, crowdfunding nie jest pozbawiony zagrożeń wynikających z dynamicznych zmian rynkowych. Czynniki takie jak wahania kursów walut, kryzysy gospodarcze czy zmieniające się preferencje konsumentów mogą negatywnie wpływać na realizację projektów. Szczególnie istotne jest to w przypadku przedsięwzięć uzależnionych od specyficznych sektorów lub rynków, gdzie zmiany mogą znacząco zagrozić powodzeniu inicjatywy;
- asymetria informacyjna – może prowadzić do nadużyć ze strony beneficjentów po otrzymaniu środków, zjawiska określanego jako *moral hazard*. W efekcie fundusze mogą być wykorzystywane niezgodnie z pierwotnym przeznaczeniem. Ryzyko to jest szczególnie wysokie, gdy platforma crowdfundingowa, nie ponosząc odpowiedzialności za projekt, nie angażuje się w kontrolę jego realizacji. W konsekwencji może dochodzić do opóźnień lub braku zwrotu zobowiązań przez osoby zarządzające projektem.

Cel i metody badawcze

Głównym celem artykułu jest przybliżenie zasad funkcjonowania crowdfundingu oraz identyfikacja szans i zagrożeń towarzyszących tej formie pozyskania kapitału przez przedsiębiorstwa z sektora małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP). W artykule przeprowadzono analizę adekwatną do sformułowanego celu badawczego.

Analizę ograniczono wyłącznie do crowdfundingu udziałowego. Koncentracja na tym modelu wynikała przede wszystkim z jego dominującego udziału w finansowaniu sektora MŚP oraz z roli, jaką odgrywa w rozwoju tych przedsiębiorstw. Rzadko spotykaną sytuacją jest finansowanie przedsięwzięć podmiotów nastawione na zysk w modelu donacyjnym, ponieważ ich działalność z reguły nie ma charakteru non-profit. Pozostałe modele – pożyczkowy oraz sponsorski – choć istotne dla rynku, są często mało dostępne lub wręcz poza zasięgiem małych przedsiębiorstw, zwłaszcza tych znajdujących się na wczesnym etapie rozwoju. Wysokie potrzeby kapitałowe związane z realizacją przedsięwzięcia inwestycyjnego, nieugruntowana pozycja rynkowa podmiotu oraz niestabilne przepływy pieniężne generowane przez jednostkę z reguły wykluczają małe i średnie przedsiębiorstwa z możliwości skorzystania z modelu pożyczkowego, w którym konieczna jest spłata odsetek i rat kapitałowych. Projekty na wczesnym etapie wdrożenia często nie generują wystarczających środków pieniężnych, aby sprostać zobowiązaniom wynikającym z modelu pożyczkowego. Z kolei model nagród dla przedsiębiorstw z sektora MŚP pełni raczej funkcję wspierającą sprzedaż produktu lub usługi, niż stanowi realną alternatywę dla kapitału inwestycyjnego niezbędnego do skalowania działalności na wczesnym etapie rozwoju.

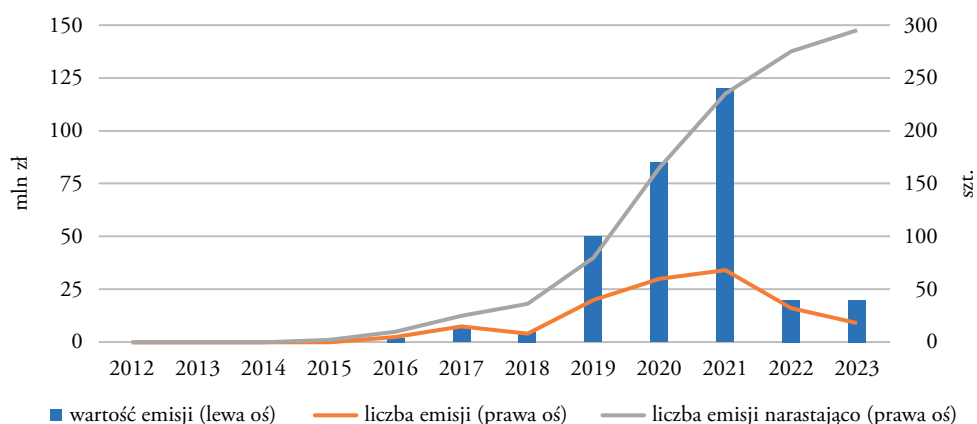
Badanie podzielono na dwie części. W pierwszej dokonano krótkiej charakterystyki rynku crowdfundingu udziałowego w Polsce w latach 2012–2023, zestawiając informacje m.in. na temat wolumenu i wartości pozyskanych środków finansowych oraz liczby funkcjonujących platform crowdfundingowych działających w modelu udziałowym. Zastosowano metodę *desk research*, tj. analizę danych wtórnych pochodzących z raportów Związku Przedsiębiorstw Finansowych w Polsce (ZPF).

W drugiej części badania skoncentrowano się na analizie mającej na celu zidentyfikowanie kluczowych czynników sukcesów i porażek projektów finansowych w modelu udziałowym. Analizę ograniczono do platformy Emiteo, która jako jeden z nielicznych podmiotów posiada licencję niezbędną do prowadzenia działalności w modelu udziałowym. Ponadto uwzględniono fakt, że w obliczu kurczącego się rynku, Emiteo systematycznie umacnia swoją pozycję, istotnie zwiększając swój udział w rynku. Działalność Emiteo posłużyła jako baza do zidentyfikowania determinant sukcesu oraz przyczyn porażek rynkowych. Badanie przeprowadzono na przykładzie wybranych projektów, które zrealizowały swoje cele emisji, oraz tych, które nie uzyskały zakładanego finansowania.

Analiza sukcesów i porażek projektów crowdfundingowych na przykładzie platformy Emiteo

Crowdfunding udziałowy stanowi obecnie jedno z najbardziej dynamicznie rozwijających się narzędzi pozyskiwania kapitału przez młode i innowacyjne przedsiębiorstwa [Kuciński, 2025, s. 165]. Umożliwia on inwestorom indywidualnym nabycie udziałów lub akcji w spółce na wczesnym etapie jej rozwoju, a firmom – zdobycie finansowania bez konieczności sięgania po tradycyjne źródła finansowania.

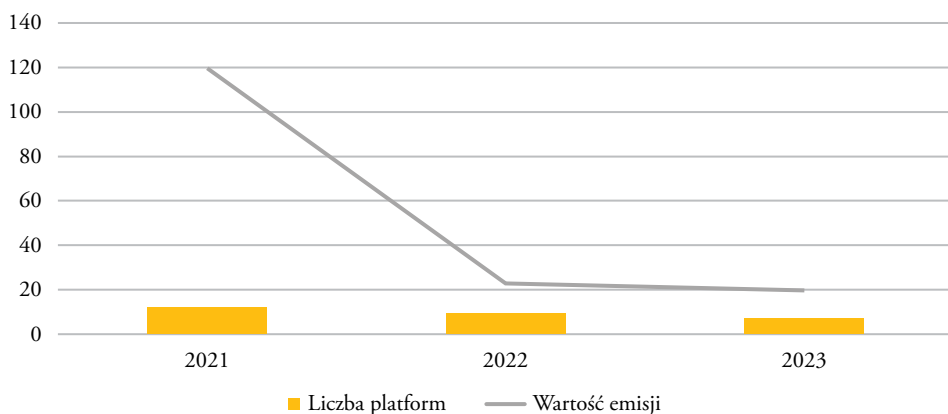
Rysunek 3. Wartość i liczba emisji akcji i udziałów



Źródło: A. Trzebiński [2023, s. 8].

Jak przedstawiono na rysunku 3, od pierwszej emisji w 2012 r. rynek crowdfundingu udziałowego w Polsce przeszedł znaczną transformację – z niszowego segmentu w istotny element rynku kapitałowego, który w ostatnich latach wyraźnie spowolnił, głównie z powodu wdrożonych zmian regulacyjnych. Rok 2012 zamknął się jedną emisją, w ramach której pozyskano 50 tys. zł, zaś do 2023 r. przeprowadzono 286 emisji o łącznej wartości prawie 316 mln zł. Po okresie intensywnego wzrostu rynek wszedł w fazę wyraźnego spowolnienia. Podczas gdy w ubiegłych latach skuteczność emisji oscylowała wokół 60%, już w 2022 r. spadła do 37%. Trend spadkowy pogłębił się w 2023 r. – zrealizowano wówczas 23 kampanie, przy skuteczności na poziomie zaledwie 32% [Trzebiński, 2023, s. 8–9].

W latach 2021–2023 rynek crowdfundingu w modelu udziałowym uległ wyraźnym przeobrażeniom. W tym okresie spadła zarówno liczba działających platform crowdfundingowych, jak i ich efektywność pod względem wolumenu pozyskanych środków.

Rysunek 4. Liczba funkcjonujących platform crowdfundingowych oraz wartość ich emisji

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportu [Trzebiński, 2023, s. 22].

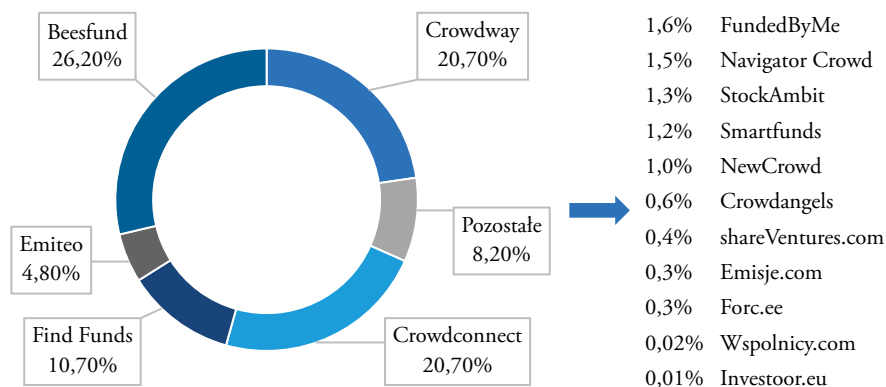
Dane zaprezentowane na rysunku 4 wskazują, że w 2021 r. funkcjonowało 12 platform, które łącznie pozyskały 119,7 mln zł. W kolejnym roku ich liczba spadła do 9, a wartość zebranych środków drastycznie obniżyła się do 22,7 mln zł. Tendencja spadkowa utrzymała się w 2023 r. – przy zaledwie 7 działających podmiotach zgromadzano jedynie 19,7 mln zł, co stanowi około 15% kwoty odnotowanej dwa lata wcześniej. Dane wskazują na wyraźny spadek zarówno liczby platform, jak i łącznej wartości pozyskanego kapitału w analizowanym okresie.

Większość platform działających w Polsce w tym czasie miała polski rodowód i koncentrowała się na rynku krajowym, w tym m.in. Beesfund, Crowdfund, Crowdfundconnect, Find Funds, Emiteo. Platformy te odpowiadały za największą część pozyskanego kapitału oraz prowadziły większość kampanii inwestycyjnych. Wśród analizowanych podmiotów znajdowały się również platformy o charakterze międzynarodowym, takie jak FundedByMe, które umożliwiały prowadzenie kampanii z udziałem inwestorów zagranicznych, choć ich udział w łącznym rynku polskim był relatywnie niewielki.

Na rysunku 5 przedstawiono udział poszczególnych platform crowdfundingowych w rynku w latach 2012–2023. Zaobserwowane zmiany wynikają przede wszystkim z wprowadzeniem bardziej rygorystycznych regulacji prawnych w obszarze crowdfundingu udziałowego, związanych z dostosowaniem krajowych przepisów do nowych ram prawnych Unii Europejskiej [Mętrak, 2023, s. 40–41]. Nowe wymogi licencyjne zwiększyły bariery wejścia na rynek oraz koszty prowadzenia działalności dla operatorów platform, co doprowadziło do ograniczenia liczby funkcjonujących podmiotów. Jednocześnie pogorszenie koniunktury gospodarczej, wysoka inflacja oraz wzrost stóp procentowych w analizowanym okresie mogły wpłynąć na spadek skłonności inwestorów

indywidualnych do podejmowania ryzyka inwestycyjnego, skutkując mniejszym zainteresowaniem ofertami crowdfundingowymi i niższą wartością pozyskiwanego kapitału.

Rysunek 5. Udział platform crowdfundingowych w rynku (emisje 2012–2023; w %)



Źródło: A. Trzebiński [2023, s. 21].

W artykule przeanalizowano działalność Emiteo w obszarze crowdfundingu udziałowego. Podmiot ten, jako jeden z nielicznych w Polsce, posiada licencję Komisji Nadzoru Finansowego (KNF) i w pełni spełnia obowiązujące wymogi regulacyjne dotyczące tego typu finansowania społecznościowego [KNF, 2023, s. 1]. Wybór Emiteo jako studium przypadku wynika z jej aktywnych kampanii w latach 2021–2023, dostępności danych o przeprowadzonych emisjach oraz pozycji w polskim rynku crowdfundingu udziałowego.

Za pośrednictwem platformy Emiteo w latach 2021–2023 pozyskano 15 mln zł kapitału, tj. 8,5 mln zł w 2021 r., 3,3 mln zł w 2022 r. i 3,2 mln zł w 2023 r. Dla porównania, według danych ZPF całkowita wartość emisji na rynku udziałowym w Polsce w tym okresie wyniosła odpowiednio: 119,7 mln zł w 2021 r., 22,7 mln zł w 2022 r. oraz 19,7 mln zł w 2023 r. [Trzebiński, 2023, s. 22]. Dane te wskazują, że udział Emiteo w pozyskaniu kapitału w modelu udziałowym wzrósł z 7% w 2021 r. do 16% w 2023 r. Taka sytuacja plasuje platformę w grupie najbardziej aktywnych podmiotów w sektorze. Pomimo negatywnych tendencji występujących na rynku, Emiteo nie tylko utrzymało, ale relatywnie zwiększyło swój udział w rynku. Czyni to platformę reprezentatywnym przykładem licencjonowanego przez KNF podmiotu skutecznie operującego w nowych realiach regulacyjnych.

Tym samym na przykładzie platformy Emiteo analizą objęto lata 2021–2023, zarówno projekty zakończone pełnym sukcesem, jak i te, którym nie udało się zgromadzić zakładanej kwoty. Pozwoliło to na identyfikację czynników determinujących

efektywność kampanii oraz uchwycenie rzeczywistego obrazu funkcjonowania crowdfundingu udziałowego w polskim otoczeniu prawnym i gospodarczym.

Jednym z najbardziej spektakularnych przykładów udanego crowdfundingu inwestycyjnego w Polsce była emisja akcji serii B przeprowadzona przez klub piłkarski KTS Weszło w 2021 r. Projekt ten doskonale ilustruje, w jaki sposób silna marka, aktywna społeczność i atrakcyjna propozycja wartości mogą przełożyć się na szybkie pozyskanie kapitału w modelu equity crowdfunding. KTS Weszło to klub o charakterze społecznościowym, tworzony opierając się na idei współwłasności i współdecydowania przez kibiców – inwestorów. Oferowana przez spółkę emisja obejmowała 20% kapitału zakładowego przy cenie 180 zł za akcję oraz wycenę *pre-money* na poziomie 18,5 mln zł. Celem było pozyskanie 4,5 mln zł – limitu przewidzianego dla ofert crowdfundingowych zgodnie z obowiązującymi przepisami [Emiteo, 2025]. Zbiórka zakończyła się pełnym sukcesem: inwestorzy objęli akcje o wartości blisko 5 mln zł praktycznie osiągnając maksymalny poziom emisji. Co więcej, stało się to w rekordowo krótkim czasie – około półtorej godziny od rozpoczęcia oferty [Fintek, 2021]. Z akcji skorzystało blisko 3,5 tysiąca inwestorów, co czyni tę kampanię jedną z najbardziej dynamicznych i masowych w polskiej historii crowdfundingu udziałowego.

Kolejnym spektakularnym sukcesem platformy Emiteo była zbiórka prowadząca do finansowania projektu IronResorts S.A., przeprowadzona w 2021 r. IronResorts to zlokalizowany w pobliżu Poznania wielofunkcyjny obiekt, integrujący infrastrukturę sportową, bazę noclegową, zaplecze gastronomiczne oraz przestrzeń przeznaczoną do organizacji spotkań i wydarzeń – funkcjonujące jako jednolity, spójny kompleks [Ironresorts, b.d.]. W ramach kampanii crowdfundingowej IronResorts S.A. przeprowadziła emisję akcji, której celem było pozyskanie 4 mln zł. Emisja zakończyła się pełnym sukcesem – osiągnięto 100% zakładanego celu. Łącznie w zbiorce wzięło udział 308 inwestorów, co wskazuje na relatywnie szerokie zainteresowanie projektem wśród społeczności inwestorskiej platformy. W ramach oferty inwestorom zaoferowano 32% akcji spółki, co stanowiło znaczący pakiet udziałów, zwiększający atrakcyjność inwestycyjną przedsięwzięcia. Udana kampania IronResorts S.A. pokazuje, że przemysłane projekty łączące różne funkcje użytkowe oraz atrakcyjna struktura udziałowa potrafią przyciągnąć znaczną liczbę inwestorów i skutecznie pozyskać zakładany kapitał.

Jednym z najbardziej wyrazistych przykładów nieudanej zbiórki crowdfundingowej na platformie Emiteo w analizowanym okresie była emisja akcji spółki Kombinat Konopny S.A., działającej w sektorze konopi przemysłowych. Kampania została przeprowadzona w 2023 r. i miała na celu pozyskanie kapitału na dalszy rozwój działalności operacyjnej spółki. Kombinat Konopny S.A. jest spółką akcyjną, której wycena *pre-money* została ustalona na poziomie 97,9 mln zł. W ramach emisji zaoferowano inwestorom 14,42% akcji przy zakładanym celu finansowym wynoszącym 16 500 000 zł. Ostatecznie kampania zakończyła się pozyskaniem 1 906 080 zł, co odpowiada 12% realizacji

celu emisyjnego. W emisji wzięło udział 414 inwestorów, co wskazuje na umiarkowane zainteresowanie projektem, jednak niewystarczające do osiągnięcia progu sukcesu [Emiteo, 2025; Kieszek, 2024]. Niską skuteczność emisji można interpretować jako splot kilku nakładających się negatywnych czynników. Po pierwsze, sektor konopi, mimo rosnącej popularności, pozostaje obszarem obciążonym podwyższonym ryzykiem regulacyjnym i wizerunkowym, co mogło zniechęcać część potencjalnych inwestorów. Po drugie, wysoka wycena spółki w relacji do oferowanego pakietu akcji mogła ograniczać atrakcyjność inwestycyjną projektu. Po trzecie, kampania była prowadzona w okresie wyraźnego osłabienia rynku crowdfundingu udziałowego w Polsce, charakteryzującego się spadkiem płynności i mniejszą skłonnością inwestorów indywidualnych do podejmowania ryzyka.

Kolejnym przykładem nieudanej zbiórki crowdfundingowej przeprowadzonej na platformie Emiteo w analizowanym okresie była emisja akcji spółki 100% S.A. w 2022 r. Spółka działa w branży odzieżowej, oferując produkty skierowane do szerokiego segmentu klientów detalicznych. W ramach emisji wyceniono spółkę na 4,5 mln zł, a inwestorom zaoferowano 30% akcji. Planowany cel finansowy kampanii wynosił 10,5 mln zł, co oznaczało, że pełne objęcie oferowanego pakietu wymagałoby znacznie wyższej wartości inwestycji niż przewidywana wycena spółki. Ostatecznie spółce udało się pozyskać 4,5 mln zł, osiągając 40% zakładanego celu finansowego. W zbiorce wzięło udział 759 inwestorów, co wskazuje na umiarkowane zainteresowanie projektem – społeczność inwestorska platformy była aktywna, jednak liczba zgromadzonych środków nie pozwoliła na realizację pełnej kwoty założonej w kampanii. Niska skuteczność emisji 100% S.A. może być interpretowana w kontekście kilku czynników.

Po pierwsze, branża odzieżowa charakteryzuje się dużą konkurencją i zmiennością preferencji konsumenckich, co może zwiększać postrzegane ryzyko inwestycyjne. Przykład spółki 100% S.A. pokazuje jednak szersze mechanizmy funkcjonowania crowdfundingu udziałowego: to, że firma wyznacza określoną kwotę do pozyskania, nie gwarantuje, że ją otrzyma, ponieważ uczestnicy rynku mogą uznać wycenę przedsiębiorstwa za zawyżoną lub nieadekwatną do oferowanego pakietu akcji. Weryfikacja popytu inwestorów na danym poziomie cenowym staje się w ten sposób narzędziem weryfikacji rynkowej wartości spółki.

Na powodzenie kampanii wpływają także czynniki niezwiązane bezpośrednio z samym produktem czy sektorem działalności – m.in. rozpoznawalność platformy crowdfundingowej, liczba aktywnych uczestników oraz płynność rynku inwestorów indywidualnych. Nawet przy relatywnie szerokim zainteresowaniu społecznością inwestorskiej, jak w przypadku 100% S.A., osiągnięcie pełnego celu finansowego może być utrudnione. Analizowane przykłady wskazują, że kampanie udziałowe nie tylko umożliwiają pozyskanie kapitału, ale także dostarczają przedsiębiorstwom informacji o realnej wartości ich oferty, potencjale rynku oraz skuteczności strategii komunikacyjnej.

Podsumowanie

W warunkach rosnącej niepewności gospodarczej oraz ograniczonego dostępu do tradycyjnych źródeł kapitału finansowanie społecznościowe staje się istotnym narzędziem umożliwiającym startupom i młodym firmom pozyskanie środków na rozwój. Crowdfunding udziałowy stanowi alternatywną formę finansowania przedsiębiorstw, zwłaszcza na wczesnych etapach rozwoju, umożliwiając pozyskanie kapitału od szerokiego grona inwestorów oraz jednocześnie budowanie rozpoznawalności marki i społeczności wokół projektu.

Pozyskanie kapitału w drodze crowdfundingu udziałowego wiąże się z szeregiem barier oraz z ryzykiem. Należą do nich: ryzyko niepowodzenia emisji, asymetria informacji między emitentem a inwestorem oraz specyficzne uwarunkowania regulacyjne i reputacyjne. Czynniki te mogą ograniczać efektywność pozyskiwania kapitału oraz wpływać na poziom zaufania uczestników rynku.

Analiza rynku wskazuje jednak, że odpowiednie wykorzystanie mechanizmów crowdfundingu może sprzyjać budowaniu przewagi konkurencyjnej przedsiębiorstw. Kluczowe znaczenie mają w tym zakresie: realistyczna wycena spółki, atrakcyjna propozycja wartości dla inwestorów, aktywna i zaangażowana społeczność oraz przejrzysta komunikacja z uczestnikami kampanii. W takich warunkach crowdfunding udziałowy może pełnić istotną rolę w dywersyfikacji źródeł finansowania oraz wspierać rozwój innowacyjnych przedsięwzięć.

W kontekście funkcjonowania rynku można wskazać kilka kluczowych wniosków i rekomendacji. Po pierwsze, crowdfunding udziałowy skutecznie weryfikuje rynkową wycenę przedsiębiorstwa i umożliwia ocenę atrakcyjności oferty w oczach inwestorów. Po drugie, sukces kampanii wymaga nie tylko przemyślanej strategii finansowej, ale również intensywnej promocji i budowania zaufania w społeczności inwestorskiej. Po trzecie, czynniki blokujące rozwój rynku w Polsce obejmują ograniczoną liczbę licencjonowanych platform, złożone regulacje prawne oraz niską świadomość inwestorów indywidualnych w zakresie crowdfundingowych instrumentów udziałowych.

Perspektywy dalszego rozwoju rynku wskazują na potrzebę uproszczenia ram regulacyjnych, zwiększenia edukacji inwestorów oraz wzmocnienia infrastruktury cyfrowej platform. Rozwój nowych narzędzi analitycznych i mechanizmów wspierających komunikację pomiędzy przedsiębiorcami a inwestorami może dodatkowo zwiększyć efektywność i bezpieczeństwo kampanii udziałowych.

Crowdfunding udziałowy stanowi realną szansę rozwoju dla sektora MŚP, jednak jego skuteczność wymaga świadomego zarządzania ryzykiem, realistycznej wyceny oraz aktywnego budowania społeczności inwestorów. Zastosowanie wniosków i rekomendacji płynących z analizy może przyczynić się do zwiększenia sukcesu kampanii oraz dalszego rozwoju rynku crowdfundingu udziałowego w Polsce.

Bibliografia

- Belleflamme P., Omrani N., Peitz M. [2015], The Economics of Crowdfunding Platforms, *Information Economics and Policy*, vol. 33, s. 11–28.
- Bi G., Geng B., Liu L. [2019], On the fixed and flexible funding mechanisms in reward-based crowdfunding, *European Journal of Operational Research*, vol. 279(1), s. 168–183.
- Borello G., Crescenzo V., Pichler F. [2014], The Funding Gap and The Role of Financial Return. Crowdfunding: Some Evidence from European Platforms, *Journal of Internet Baking and Commerce*, vol. 20(1).
- Brunello A. [2015/2016], *Crowdfunding podręcznik*, CeDeWu, Warszawa.
- Burkett E. [2011], A Crowdfunding Exemption? Online Investment Crowdfunding and U.S. Securities Regulation, *The Tennessee Journal of Business Law*, vol. 13(1), s. 63.
- Chmielewska A. [2017], *Międzynarodowe finanse przedsiębiorstw*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Czeszejko-Sochacki W. [2023], *Crowdfunding – finansowanie społecznościowe. Aspekty prawne*, Wydawnictwo Wolters Kluwer, Warszawa.
- Drapp T. [2013], *Crowdfunding. An alternative source of funding with potential*, *Banking Technology Snapshot. Digital economy and structural change*, Deutsche Bank Research, Deutsche Bank AG, Frankfurt Am Main.
- Dziuba D. [2015], *Ekonomika Crowdfundingu zarys problematyki badawczej*, Difin, Warszawa.
- Emiteo [2025], *Baza danych polskiego crowdfundingu inwestycyjnego*, <https://emiteo.pl/polskie-crowdfundingowe-emisje-akcji/> (dostęp: 5.01.2026).
- Fintek [2021], *KTS Weszło pozyskało 4,5 mln PLN w półtorej godziny*, <https://fintek.pl/kts-weszlo-pozyskało-45-mln-pln-w-poltorej-godziny/> (dostęp: 5.01.2026).
- Gemra K. [2019], Crowdfunding udziałowy jako forma finansowania rozwoju przedsiębiorstwa, *Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie*, nr 52(3).
- Ironresorst [b.d.], <https://ironresorts.pl/o-nas> (dostęp: 10.02.2026).
- Jasiuk E., Wosiek R. [2022], Crowdfunding jako źródło finansowania przedsiębiorstw w Polsce – problemy ekonomiczne i prawne, *Ius Novum*, nr 16(1), s. 27–44, DOI: 10.26399/iusnovum.v16.1.2022.2/e.jasiuk/r.wosiek.
- Kieszek N. [2024], *Po Kombinacie Konopnym, na platformie Emiteo zaplanowano kilka kolejnych kampanii crowdfundingowych*, Mambiznes Tu zaczyna się biznes, 4 stycznia, <https://mambiznes.pl/porady/po-kombinacie-konopnym-platformie-emiteo-zaplanowano-kolejnych-kampanii-crowdfundingowych/> (dostęp: 5.01.2026).
- KNF [2023], Komunikat ws. decyzji podjętych przez Komisję Nadzoru Finansowego 27 października 2023 r., Komisja Nadzoru Finansowego.
- Kuciński A. [2025], Crowdfunding – typologia finansowania przez tłum, *Zeszyty Naukowe Akademii Górnośląskiej*, nr 34(10), s. 164–173.
- Malinowski B.F., Giełzak M. [2015], *Crowdfunding. Zrealizuj swój pomysł ze wsparciem cyfrowego tłumu*, Wydawnictwo Helion, Gliwice.
- Mętrak T. [2023], Finansowanie społecznościowe w zakresie działalności pożyczkowej i inwestycyjnej. Zarys aktualnej sytuacji prawnej, *Studia Prawno-Ekonomiczne*, t. 128, <https://doi.org/10.26485/SPE/2023/128/2>.

- Mollick E. [2014], The Dynamics of Crowdfunding: An Exploratory Study, *Journal of Business Venturing*, vol. 29(1), s. 1–16.
- Szpyt K. [2024], *FinTech Nowe technologie w sektorze bankowym*, C.H. Beck, Warszawa.
- Trzebiński A. [2023], *Crowdfunding udziałowy 3.0*, Związek Przedsiębiorstw Finansowych w Polsce, Gdańsk.
- Wash R. [2013], The Value of Completing Crowdfunding Projects, *Proceedings of the International Conference on Weblogs and Social Media*, vol. 7(1), Boston, MA.
- Ziobrowska-Sztuczka J. [2024], Crowdfunding jako forma finansowania wynagrodzenia twórców internetowych, *Współczesna Gospodarka*, nr 18(1), s. 53–67.