

Michał Biela

ORCID: 0000-0002-3426-8959

<https://doi.org/10.19195/2450-274X.6.5>

Equity crowdfunding w perspektywie sektora MŚP

Abstrakt: Celem niniejszego artykułu jest prezentacja założeń teoretycznych oraz praktycznej implementacji equity crowdfundingu w perspektywie europejskiego sektora MŚP. W artykule ukazano, w jaki sposób przebiega komunikacja podczas kampanii crowdfundingowej pomiędzy podmiotami biorącymi w niej udział oraz przedstawiono kluczowe mechanizmy wchodzące w skład procesu związanego z pozyskiwaniem kapitału przy pomocy equity crowdfundingu. Analizie poddano również to, w jaki sposób equity crowdfunding może być odpowiedzią na wyzwania stojące przed europejskim sektorem MŚP w zakresie pozyskiwania kapitału oraz deficytu innowacyjności w obliczu słabnącej koniunktury gospodarczej. W artykule jako metodę badawczą zastosowano analizę treści, której implementacja umożliwiła analizę istniejącej literatury przedmiotu.

Słowa kluczowe: *crowdfunding, equity crowdfunding, Unia Europejska, alternatywne finansowanie, innowacyjność, venture capital, startups, inwestycje*

Equity crowdfunding from the SMEs perspective

Abstract: The aim of this article is to present the theoretical assumptions and practical implementation of equity crowdfunding in the perspective of the European SME sector. The article shows how communication during a crowdfunding campaign is carried out between entities participating in it and presents the key mechanisms that are part of the process of raising capital using equity crowdfunding. The analysis also covers how equity crowdfunding can be a response to the challenges facing the European SME sector in terms of raising capital and the innovation deficit in face of the economic downturn. In the article, the content analysis was used as a research method, the implementation of which enabled the analysis of the existing literature on the subject.

Keywords: *crowdfunding, equity crowdfunding, European Union, alternative financing, innovation, venture capital, startups, investments*

Wstęp

Equity crowdfunding charakteryzuje się zwiększonym poziomem zaufania w zakresie uznawania informacji zamieszczanych przez innych inwestorów za wiarygodne. Może być to skutkiem swoistej natury tej formy inwestowania, silnie bazującej na mechanizmie, w którym inwestorzy uzasadniają decyzje inwestycyjne na podstawie rzeczywistych zachowań pozostałych uczestników danej kampanii. Inwestorzy *venture capital* mają większe doświadczenie, przez co mogą dokładniej poddać ewaluacji daną inwestycję. Crowdfundingowy tłum ma również skłonność do aktualizacji postrzegania wartości przedsięwzięcia na podstawie wysokości inwestowanych kwot – w zależności od nich sygnał wartości danego przedsięwzięcia nasila się lub słabnie. Istnieje także możliwość wycofania poparcia tłumem, ponieważ część platform crowdfundingowych oferuje opcję zwrotu zainwestowanych środków finansowych w ciągu określonego czasu zawartego w regulaminie platformy¹.

W kontekście stagnacji gospodarczej, zarówno na poziomie lokalnym i krajowym, *equity crowdfunding* może mieć realne znaczenie dla działalności gospodarczej małych i średnich przedsiębiorstw. W państwach rozwijających się istnieje problem z pozyskiwaniem kapitału na wczesnym etapie rozwoju przedsięwzięcia. Ponadto trudna sytuacja sektora bankowego w Europie, który został znacząco dotknięty przez pandemię COVID-19, oraz działania rządów i ich protekcjonistycznej polityki pieniężnej mogą jeszcze bardziej pogłębić ten problem. W wyniku tego realnym staje się zagrożenie związane ze skurczeniem sektora małych i średnich przedsiębiorstw, będących w dużej mierze motorem napędowym części gospodarek europejskich. W sytuacji, gdy banki coraz częściej zaczynają stosować rygorystyczne zasady przyznawania kredytów w celu zwalczania podejmowania nadmiernego ryzyka przez przedsiębiorców, dostęp do środków finansowych staje się znacząco utrudniony².

Celem niniejszego artykułu jest prezentacja założeń teoretycznych oraz praktycznej implementacji *equity crowdfundingu* w perspektywie europejskiego sektora małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP). W badaniach wykorzystano głównie metodę analizy treści, z kolei teoretycznym punktem odniesienia dla podjęcia tych rozważań jest dostępna wiedza ekonomiczna na temat *crowdfundingu* oraz *crowdsourcingu*. Istotną kwestię stanowi próba odpowiedzi na pytanie, czy *equity crowdfunding* może być skutecznym narzędziem w perspektywie pozyskiwania środków finansowych przez zarówno małe, jak i średnie przedsiębiorstwa w sytuacji rosnących kosztów związanych z pozyskiwaniem kapitału oraz relatywnie słabej kondycji sektora bankowego. Niemniej ważne są inne pytania badawcze:

¹ V. Kuppuswamy, B.L. Barry, *Crowdfunding creative ideas: the dynamics of project backers*, London 2018, s. 153–160.

² D. Cumming *et al.*, *New directions in entrepreneurial finance*, „Journal of Banking & Finance” 100, 2019, s. 252–259.

Czym jest *equity crowdfunding*? W jaki sposób przebiega proces związany z pozyskiwaniem zasobów finansowych oraz *know-how* poprzez wykorzystanie *equity crowdfundingu*? Czy *equity crowdfunding* może być szansą dla sektora MŚP w obliczu zagrożeń przedstawionych w europejskim raporcie *EU policy framework on SMEs: state of play and challenges*?

Jak działa *equity crowdfunding*: przedsiębiorcy, tłum i platformy

W ostatniej dekadzie pojawiły się nowatorskie oraz mniej uregulowane rynki papierów wartościowych, które pozwalają relatywnie małym firmom na sprzedaż swoich akcji początkującym inwestorom³. *Equity crowdfunding* to mechanizm inwestycyjny, w którym to internetowy tłum inwestorów dokonuje zwykle niewielkich inwestycji w celu pozyskania udziałów w przyszłych przepływach finansowych firm. Lars Hornuf i Lars Klöhn charakteryzują segment rynku przeznaczony dla tego modelu inwestycyjnego jako obszar, w którym projekty emitentów poszukujących dodatkowego finansowania są zbyt ryzykowne dla banków, a potencjalne zyski relatywnie niewielkie dla zawodowych inwestorów. Ponadto zauważają, że potrzeby kapitałowe są na tyle wysokie, że nie mogą zostać zaspokojone przez rodzinę oraz najbliższych znajomych czy sieci powiązań na portalach społecznościowych. Obecnie wskazuje się, iż obecność wyspecjalizowanych inwestorów oraz inwestorów *venture capital* w kampaniach crowdfundingowych opartych o model *equity* jest niezwykle pożądana, ponieważ wnosi do projektu istotną wartość dodaną, opartą na wiedzy oraz doświadczeniu, przez co realnie przyczynia się do sukcesu danego przedsięwzięcia⁴.

W *equity crowdfundingu* (ECF) rozróżnia się trzy typy inwestorów. Pierwszy to przypadkowi inwestorzy charakteryzujący się małą aktywnością inwestycyjną oraz partycypujący w niewielkiej liczbie kampanii crowdfundingowych. Niekiedy są to członkowie rodzin lub bliscy znajomi kampaniodawców. Jak wskazują Goethner i inni, są oni przede wszystkim nastawieni na zwrot finansowy, jednakże nie poświęcają zbyt dużo czasu na analizę biznesplanów poszczególnych kampanii, a swoje decyzje inwestycyjne motywują zbieżnością swoich zainteresowań z zakresem tematyki danej kampanii crowdfundingowej⁵.

³ J. Block *et al.*, *New players in entrepreneurial finance and why they are there*, „Small Business Economics” 50, 2018, nr 2, s. 240–245.

⁴ L. Klöhn, L. Hornuf, T. Schilling, *The regulation of crowdfunding in the draft small investor protection act: content, consequences, critique, suggestions*, „European Company Law” 13, 2016, nr 2, s. 56–66.

⁵ M. Goethner, L. Hornuf, T. Regner, *Protecting investors in equity crowdfunding: An empirical analysis of the small investor protection act*, „Technological Forecasting and Social Change” 162, 2021, s. 1–6.

Drugim typem są inwestorzy ECF tworzący społeczność zrzeszoną w obrębie jednej lub kilku platform crowdfundingowych. Ten typ inwestorów prócz zwrotów finansowych oczekuje przede wszystkim rozwoju własnych umiejętności inwestycyjnych. Aktywnie partycypują jednocześnie w kilku kampaniach crowdfundingowych, również w takich o charakterze prospołecznym lub ważnych z perspektywy danej społeczności lokalnej, jednakże o charakterze komercyjnym. Inwestorzy ECF to główny rdzeń całego mechanizmu, na jaki składa się *crowdfunding* kapitałowy, ponieważ to przede wszystkim dzięki nim generowany jest ruch na platformach crowdfundingowych oraz umożliwiane takie zjawiska jak efekt kuli śnieżnej, lawinowa alokacja środków finansowych oraz wszelkiego rodzaju zachowania stadne, charakterystyczne dla tego modelu finansowania.

Trzecia grupa, wyspecjalizowani inwestorzy oraz inwestorzy *venture capital*, pełni rolę swoistych przewodników dla mniej doświadczonych inwestorów. Ich aktywność lub całkowity brak determinuje przebieg danej kampanii crowdfundingowej, wpływając na jej dynamikę oraz prestiż. Wyspecjalizowani inwestorzy mogą dostarczać wiarygodnych informacji pozostałym inwestorom poprzez sygnalizację swoich decyzji inwestycyjnych⁶.

Kluczowymi czynnikami, które determinują *equity crowdfunding* jako istotną formę inwestowania kapitału, są niskie koszty transakcji oraz relatywnie niewielkie progi inwestycyjne. Swoista natura tego rodzaju modelu inwestycyjnego okazuje się szczególnie atrakcyjna dla początkujących oraz średniozaawansowanych inwestorów. Niski próg wejścia umożliwia również udział w danej inwestycji dużej liczbie osób. W wyniku tego opisywany mechanizm jest efektywną formą wsparcia kapitałowego przedsięwzięcia będącego we wczesnej fazie rozwoju, ponieważ ułatwia osiągnięcie pożądanej stabilizacji finansowej skorelowanej z projektowymi założeniami danej inwestycji. Istotnym czynnikiem *equity crowdfunding*u, który może determinować zwiększony poziom zaufania do inwestycji opartych o ten model alokacji kapitału, jest fakt, że szczegóły kampanii są określone pomiędzy pomysłodawcami a platformą crowdfundingową przed uruchomieniem samej kampanii. Dzięki temu potencjalni inwestorzy nie mogą wpływać na warunki transakcji oraz formę zobowiązań. W rezultacie sama kampania jest mniej podatna na wpływ doświadczonych inwestorów, którzy nie powinni mieć możliwości ingerencji w wyżej wymienione dane. Jednakże ogólne prawa akcjonariuszy mogą się różnić w zależności od państwa oraz platformy crowdfundingowej⁷.

Inwestorzy zaangażowani w *equity crowdfunding* charakteryzują się znacznym zróżnicowaniem pod względem poziomu doświadczenia oraz wiedzy eksperckiej związanej z narzędziami i mechanizmami inwestycyjnymi. Może to mieć paradoksalnie pozytywny wpływ na niektóre inicjatywy crowdfundingowe, które z pew-

⁶ L. Hornuf, A. Schwiendbacher, *Crowdinvesting: Angel investing for the masses?*, „Handbook of Research on Venture Capital” 3, 2016, s. 381–397.

⁷ A. Lukkarinen, *Equity Crowdfunding: Principles and Investor Behaviour*, [w:] *Advances in Crowdfunding*, R. Shneor, L. Zhao, B.-T. Flåten, New York 2020, s. 93–111.

nych względów mogą nie być atrakcyjne dla wyspecjalizowanych inwestorów i nie byłyby w stanie w inny sposób pozyskać finansowania, a zostały wybrane przez mniej doświadczonych osoby w wyniku mniej racjonalnych bodźców, takich jak niepoparta żadnymi twardymi danymi intuicja czy czynniki zewnętrzne (jak lokalizacja przedsięwzięcia, znajomość pomysłodawcy lub szczęśliwy traf)⁸.

Inicjatywy cieszące się największą popularnością oraz generujące największe wsparcie są wybierane i wspierane przez doświadczonych inwestorów, których autorytet stanowi na wczesnym etapie finansowania przedsięwzięcia jego siłę napędową. Początkowa faza projektu w tym kontekście jest kluczowa, ponieważ wysoko pozycjonuje daną inicjatywę na platformie crowdfundingowej oraz zapewnia pewny przyrost inwestorów, którzy biorąc pod uwagę wiedzę ekspercką doświadczonych inwestorów, aniołów biznesu czy inwestorów *venture capital* będą akceptować potencjonalne ryzyko, jakie niesie za sobą dana inwestycja. To ważny mechanizm selekcjonowania potencjalnych przedsięwzięć pod inwestycje dla średniozaawansowanych inwestorów, którzy szukają sposobów na dywersyfikację swojego portfela⁹.

Z badań wynika, że z modelu inwestycyjnego *equity crowdfunding* korzystają przede wszystkim mężczyźni. Pomimo tego, że udział kobiet w tę formę inwestowania stale rośnie, powoli powstają badania mające na celu wyjaśnienie, dlaczego ich zaangażowanie w ten model pozostaje mniejsze. Średnia wieku inwestorów to 40 lat, z kolei poziom doświadczenia oraz wiedzy eksperckiej inwestorów zaangażowanych w daną kampanię waha się w zależności od jej konkurencyjności. Badacze zauważają, iż może wystąpić zarówno sytuacja, w której znaczną ilość inwestorów w danej kampanii crowdfundingowej będą stanowić doświadczeni kapitałodawcy, jak i taka, w której siłę kampanii oraz jej sukces będzie determinować duża grupa początkujących inwestorów. Dane przedstawiające strukturę społeczności zaangażowaną w *equity crowdfunding* są niezwykle istotne dla przedsiębiorców, którzy bazując na tej wiedzy, wybierają model crowdfundingu najefektywniej umożliwiający im zgromadzenie kapitału pod wybrane przedsięwzięcie¹⁰.

Motywacje inwestorów są zróżnicowane oraz silnie uzależnione od rodzaju przedsięwzięcia. Znaczna część badań wskazuje, iż głównym motywatorem do inwestycji jest uzyskanie z niej wpływów. Część badaczy podstawowy czynnik motywacyjny upatruje w satysfakcji płynącej z możliwości inwestowania oraz sposobności w samym uczestnictwie w tej formie alokacji kapitału.

Chociaż wielu badaczy wskazuje, iż sektor *equity crowdfunding* od 2012 roku stale rośnie oraz rozwija się pod względem ustrukturyzowania i standaryzacji procesów operacyjnych, to w dalszym ciągu znaczna część osób zaangażowanych w ten model inwestycyjny to osoby, które sporadycznie lokują swoje pieniądze

⁸ C. Guenther, S. Johan, D. Schweizer, *Is the Crowd Sensitive to Distance? How Investment Decisions Differ by Investor Type*, „Small Business Economics” 50, 2018, nr 2, s. 290–302.

⁹ A. Lukkarinen, *op. cit.*, s. 94–110.

¹⁰ *Ibidem*, s. 96.

w jednej lub w kilku kampaniach jednocześnie. Taki stan może być podyktowany zarówno tym, że społeczność skupiona wokół tego rodzaju modelu inwestycyjnego dopiero się tworzy, a wraz z nią wiedza oraz poziom zaangażowania jej przedstawicieli, jak i tym, że duża część zawodowych inwestorów woli poświęcić więcej uwagi tradycyjnym narzędziom inwestycyjnym. Równie istotnym powodem może być znaczna fragmentaryzacja sektora equity crowdfundingu pod względem regulacji prawnych, co może realnie wpływać na poziom wejścia oraz przystępności tego modelu crowdfundingu. Trzeba zaznaczyć, iż *equity crowdfunding* jest stosunkowo najbardziej wymagającym rodzajem crowdfundingu ze względu na charakter nieco zbliżony do tradycyjnych form inwestowania¹¹.

Interesujące badania w kontekście czynników determinujących wybór danej inicjatywy crowdfundingowej przez inwestorów przeprowadzili Guenther i inni. Z badań wynika, iż inwestorzy equity crowdfundingu poświęcają średnio mniej niż godzinę na przestudiowanie biznesplanu danej kampanii. Tyle samo czasu zajmuje im zapoznanie się z główną stroną internetową przedsiębiorcy. Niewątpliwie mechanizmem wspomagającym w tym kontekście inwestora jest sama platforma crowdfundingowa, która poddaje ocenę inicjatywy ubiegające się o możliwość sfinansowania pod względem ich wykonalności oraz użyteczności. Dzięki temu platforma crowdfundingowa zapewnia swoim inwestorom pewny poziom jakości kampanii, które są dostępne na ich portalu oraz zwiększa możliwość uzyskania satysfakcjonującego poziomu finansowania najlepiej obiecującym przedsięwzięciom. Taki sposób selekcjonowania informacji nie musi się wiązać z niskim zaangażowaniem czy brakiem profesjonalizmu, a ukazywać swoistą naturę tego typu podejścia do inwestycji bazującą na dynamicznych procesach decyzyjnych¹².

Jak wskazuje Anna Lukkarinen, inwestowanie czasu oraz wysiłku w bezpośrednią formę komunikacji pomiędzy inwestorami wpłacającymi relatywnie niewielkie kwoty a podmiotami pozyskującymi fundusze ma niewiele sensu zarówno z ekonomicznego punktu widzenia, jak i pod względem samej efektywności wymiany informacji. Liczba osób partycypujących w danej inicjatywie determinuje sytuację, w której to większość inwestorów nie komunikuje się bezpośrednio z przedsiębiorcą, a używa do tego zbiorowych kanałów komunikacji jak portale społecznościowe z dedykowanymi podgrupami, gdzie prócz komunikatów tekstowych pochodzących od przedsiębiorcy umieszczane są również filmy wideo oraz zdjęcia. W wyniku tego inwestorzy mogą zdobyć informacje o zakresie danego przedsięwzięcia oraz dowiedzieć się więcej na temat realizacji projektu i sposobu zarządzania nim¹³.

Pomimo wyżej opisanych mechanizmów wskazuje się, że w modelu inwestycyjnym *equity crowdfunding* występuje zauważalna asymetria posiadanych in-

¹¹ S. Estrin, D. Gozman, S. Khavul, *The Evolution and Adoption of Equity Crowdfunding: Entrepreneur and Investor Entry into a New Market*, „Small Business Economics” 51, 2018, nr 2, s. 426–436.

¹² C. Guenther, S. Johan, D. Schweizer, *op. cit.*, s. 289–305.

¹³ A. Lukkarinen, *op. cit.*, s. 96–111.

formacji na temat danego przedsięwzięcia pomiędzy podmiotami inwestującymi a pozyskującymi fundusze. Wprawdzie nie ma ona takiego rozmiaru, aby odstraszać potencjalnych inwestorów, istnieje jednak ryzyko, że przedsiębiorca mógłby zataić pewne informacje, relewantne z punktu rozwoju całej inwestycji. W tym kontekście swoistym „gatekeeperem” jest platforma crowdfundingowa, która, jak zostało wyżej opisane, reaguje na tego typu próby nadużycia już na początkowych etapach weryfikacji zgłoszeń nadesłanych przez pomysłodawców¹⁴.

Osoby inwestujące za pomocą equity crowdfundingu zastępują procesy związane z długim czasem oceny konkurencyjności wybranych przedsięwzięć stosunkowo łatwo obserwowalnymi aspektami kampanii, czyli długością jej trwania, ilością materiałów oraz informacji promocyjnych, minimalnym progiem inwestycyjnym oraz walorami estetycznymi, takimi jak na przykład logo. W innych badaniach badacze wskazują, że inwestorzy biorą pod uwagę również takie aspekty jak wyjątkowość produktu, charakterystyka i branża przedsiębiorcy oraz adekwatnie sporządzony plan wyjaśniający rozdysponowanie zebranych funduszy przez realizatorów projektu. Dla inwestorów ważną cechą okazuje się także wiarygodność oraz prestiż wyspecjalizowanych inwestorów, którzy są w dużej mierze kluczową siłą napędową najlepiej pozycjonujących się inwestycji na platformach crowdfundingowych. Obecność zawodowych inwestorów jest sygnałem dla tych początkujących oraz średniozaawansowanych, iż dane przedsięwzięcie jest atrakcyjnym miejscem do ulokowania własnego kapitału¹⁵.

Na uzyskanie odpowiedniej ilości wsparcia finansowego może wpływać również wewnętrzny kapitał przedsiębiorcy w postaci zasobów ludzkich oraz dotychczasowych dokonań w obszarze biznesowym i rozwojowo-naukowym. Przedsiębiorcy mogą również sygnalizować pewne aspekty świadczące o ich atrakcyjności, nadając komunikat bezpośrednio do inwestorów przy pomocy odpowiednich narzędzi internetowych. W tym kontekście naukowcy wskazują, że najważniejsze są czynniki związane z poziomem wykształcenia kadry zarządzającej, zespołu produkcyjnego oraz informacjami na temat dotychczas zrealizowanych projektów. Istnieje zjawisko, w którym to zazwyczaj początkujący lub średnio doświadczeni przedsiębiorcy oferują znacznie wyższy poziom informacji w zakresie szczegółowych planów finansowania wybranego przedsięwzięcia. W ten sposób, czyli dzieląc się szczegółowymi informacjami oraz pogłębionymi analizami finansowymi, przedsiębiorca może rywalizować z bardziej doświadczoną firmą o większym zapleczu technicznym oraz wyższym poziomie konkurencyjności. Należy zwrócić uwagę, że porażka biznesowa może świadczyć o braku adekwatnych umiejętności biznesowych. Później inwestorzy będą niechętnie podejmować kolejne ryzyko in-

¹⁴ S. Bapna, *Complementarity of Signals in Early-stage Equity Investment Decisions: Evidence from a Randomized Field Experiment*, „Management Science” 65, 2019, nr 2, s. 933–952.

¹⁵ A. Lukkarinen, *op. cit.*, s. 96–110.

westycyjne w inicjatywy przedsiębiorcy, który wcześniej nie poradził sobie z własnymi założeniami kampanijnymi¹⁶.

Aktualizacje dotyczące postępów kampanii zamieszczane przez przedsiębiorców na platformach crowdfundingowych oraz w mediach społecznościowych wpływają na zwiększenie poziomu zainteresowania daną inicjatywą przez inwestorów. Badacze zwracają również uwagę na to, iż jest to sposób na podniesienie wiarygodności przez przedsiębiorcę oraz umożliwia stopniowe budowanie zaufania wobec proponowanego produktu czy inwestycji. Najnowsze badania w kontekście tego jak częstotliwość aktualizacji wpływa na odbiór samej kampanii przez inwestorów pokazują, że to informacje umieszczone podczas startu danej kampanii są kluczowe dla jej późniejszego sukcesu. Z badań wynika, że z każdą kolejną aktualizacją spada poziom zainteresowania zaktualizowaną treścią przez co następne komunikaty nie wpływają znacząco na potencjalne decyzje inwestorów. Ilość aktualizacji może być również inaczej odbierana zarówno przez początkujących crowdfunderów, jak i bardziej doświadczonych inwestorów, którzy wymagają większej ilości informacji potrzebnych do podjęcia decyzji¹⁷.

Znaczna część platform crowdfundingowych zapewnia inwestorom możliwość wglądu w czasie rzeczywistym do informacji w zakresie aktualnej wartości zainwestowanych środków w daną inicjatywę oraz liczby inwestorów, którzy już dokonali decyzji inwestycyjnej. Ten mechanizm ułatwia początkującym oraz niezdecydowanym inwestorom podejmowanie strategicznych decyzji. Wystąpienie zjawiska, w którym to znaczna ilość inwestorów symultanicznie inwestuje własne środki finansowe na wczesnym etapie życia kampanii, ma niekiedy kluczowy wpływ na sukces finansowy danego przedsięwzięcia. Uzyskanie efektu kuli śnieżnej realnie dynamizuje przebieg kampanii, sygnalizując potencjalnym inwestorom, iż warunek w zakresie uzyskania odpowiedniego wsparcia finansowego jest osiągalny¹⁸.

Duża liczba osób inwestujących we wczesnej fazie projektu znacząco zwiększa szanse na ostateczny sukces kampanii, ponieważ wysyła sygnał zaufania do potencjalnych inwestorów. Ponadto początkowi inwestorzy mogą realnie przyczynić się do rozpowszechniania informacji wokół kampanii, wykorzystując własne strumienie komunikacji¹⁹.

Dodatkowym aspektem determinującym rozwój kampanii opartych na modelu equity crowdfundingu jest prognozowanie sukcesu wybranej inicjatywy poprzez identyfikację wielkości inwestycji wniesionych przez doświadczonych inwestorów.

¹⁶ E. Piva, C. Rossi-Lamastra, *Human Capital Signals and Entrepreneurs' Success in Equity Crowdfunding*, „Small Business Economics” 51, 2018, nr 3, s. 668–685.

¹⁷ L. Hornuf, A. Schwienbacher, *Market mechanisms and funding dynamics in equity crowdfunding*, „Journal of Corporate Finance” 50, 2017, s. 557–572.

¹⁸ A. Calderaro, *Social Media and Politics*, The SAGE Handbook of Political Sociology, Thousand Oaks 2018, s. 782–786.

¹⁹ S. Vismara, *Equity Retention and Social Network Theory in Equity Crowdfunding*, „Small Business Economics” 46, 2016, nr 4, s. 579–590.

Duże inwestycje mogą być sygnałem, że dany inwestor posiada kompleksową wiedzę oraz informacje znaczące dla wykonalności danego projektu, przez co inwestycja będzie się jawić jako niezwykle atrakcyjna dla reszty potencjalnych inwestorów. Im większe natężenie tego rodzaju wsparcia, tym większe prawdopodobieństwo, że dane przedsięwzięcie nie tylko osiągnie wymagany cel finansowy, ale również otrzyma silną bazę ekspercką w postaci doświadczonych inwestorów, którzy mogą zaangażować się w rozwój projektu w późniejszych fazach jego realizacji. Ważnym czynnikiem jest także czas, jaki upłynął od ostatniej inwestycji. Długie przerwy pomiędzy poszczególnymi inwestycjami mogą być sygnałem wygaszanego zainteresowania. Dodatkowym czynnikiem wpływającym na spadek zaufania do danego przedsięwzięcia jest sztuczne pobudzanie kampanii przez podmioty mające za zadanie co jakiś czas dokonywać określonej wpłaty. Samo zjawisko jest problematyczne do zidentyfikowania, ponieważ jak pokazują badania, jeszcze w 2014 roku 4% inwestorów operujących equity crowdfundingiem stanowili członkowie rodziny lub przyjaciele osób poszukujących funduszy, którzy w całości legalny sposób mogą wspierać kampanie bliskich²⁰.

W celu ułatwienia przepływu informacji oraz myśli pomiędzy podmiotami zaangażowanymi w kampanie platformy crowdfundingowe udostępniają fora dyskusyjne zaimplementowane na własnych witrynach internetowych. Hornuf i Schwienbacher wskazują, iż duży wpływ na decyzyjność inwestorów na danej platformie crowdfundingowej mają komunikaty doświadczonych inwestorów, którzy dzielą się swoją wiedzą na tematy związane z ewaluacją wybranych inicjatyw crowdfundingowych²¹.

Pomimo transgranicznej natury crowdfundingu, model *equity* charakteryzuje się tym, iż inwestorzy chętniej wybierają inicjatywy o zasięgu lokalnym oraz krajowym. Może to być spowodowane łatwiejszym dostępem do relewantnych informacji w ramach danej kampanii. Ponadto lokalny wymiar przedsięwzięcia ułatwia potencjalnemu inwestorowi dokonanie ewaluacji wybranej inicjatywy oraz pozwala monitorować jej rozwój. Jak wskazują badacze, efekt ten słabnie wraz ze wzrostem doświadczenia inwestorów, którzy są zazwyczaj skłonni do większej dywersyfikacji swojego kapitału²².

Dodatkowym aspektem, który może realnie wpływać na skłonność inwestorów do wybierania lokalnych kampanii, są regulacje prawne.

Największe platformy crowdfundingowe dążą do osiągnięcia wysokiego poziomu internacjonalizacji. Niepożądanym zjawiskiem jest dla nich wysoki stosunek krajowych i zagranicznych operacji finansowych. Inwestowanie transgraniczne pozwala intensyfikować działania inwestorów w celu dywersyfikacji własnego kapitału. Platforma crowdfundingowa, dzięki rozszerzeniu swojej działalności poza rynki

²⁰ C. Guenther, S. Johan, D. Schweizer, *op. cit.*, s. 290–302.

²¹ L. Hornuf, A. Schwienbacher, *Market mechanisms...*, s. 556–572.

²² L. Hornuf, M. Schmitt, E. Stenzhorn, *Does a Local Bias Exist in Equity Crowdfunding?*, „CE-Sifo Working Paper” 8154, 2020, s. 20–29.

krajowe, notuje wyższe przychody z prowizji i przyciąga do siebie bardziej atrakcyjne kampanie, podnosząc tym samym swój prestiż oraz pozycję rynkową. Wraz ze wzrostem inwestycji transgranicznych zwiększa się również konkurencyjność kampanii crowdfundingowych co przyciąga aniołów biznesu oraz inwestorów *venture capital*. Istotne jest, że mniejsze kampanie również mogą zyskać na rozwoju platform crowdfundingowych w obszarze internacjonalizacji. Poprzez wzrost liczby doświadczonych inwestorów zwiększa się szansa na uzyskanie wsparcia przez małych przedsiębiorców oraz niezależnych twórców. Dzieje się tak, ponieważ wyspecjalizowani inwestorzy poszukują dobrze rokujących kampanii w celu budowania własnej marki poprzez wpływanie na decyzje inwestycyjne lokalnych inwestorów²³.

Warto pamiętać, iż przyjęcie modelu biznesowego opartego o gromadzenie kapitału przy pomocy equity crowdfundingu nie wyklucza wykorzystania również innych metod pozyskiwania środków przez danego przedsiębiorcę. Przedsiębiorstwa mogą być finansowane z różnych źródeł na poszczególnych etapach rozwoju. Istotny jest adekwatny dobór narzędzi umożliwiających pozyskanie kapitału oraz intensyfikacja działań w celu zgromadzenia dodatkowych środków finansowych, które nie mogłyby zostać uzyskane przy użyciu tradycyjnych form finansowania²⁴.

Dostęp do dodatkowego kapitału finansowego jest jedną z największych barier, jakie napotykają przede wszystkim małe przedsiębiorstwa oraz innowacyjne start-upy. Coraz częściej wykorzystywane przez młodych innowacyjnych twórców oraz przedstawicieli sektora MŚP alternatywne formy finansowania jak m.in. equity crowdfunding, umożliwiają uwolnienie dodatkowego kapitału w postaci zarówno środków finansowych jak i zasobów w postaci eksperckiej wiedzy doświadczonych inwestorów, która zwiększa poziom konkurencyjności tychże przedsiębiorstw. Znalezienie alternatyw do tradycyjnych form pozyskiwania dodatkowych funduszy pozwala przedsiębiorcy na wdrażanie nowych innowacyjnych produktów oraz dywersyfikację swojej działalności. Na niemieckim rynku start-upów *equity crowdfunding* stanowi trzecie najpopularniejsze źródło pozyskiwania środków finansowych. *Equity crowdfunding* umożliwia stosunkowo szybko i relatywnie łatwo dotrzeć do dużej liczby potencjalnych inwestorów skupionych wokół danej platformy crowdfundingowej. Ponadto możliwe jest uzyskanie przez przedsiębiorcę relewantnych informacji zwrotnych w zakresie atrakcyjności produktu oraz jego zapotrzebowania rynkowego przy relatywnie niskich kosztach związanych z rozpoczęciem kampanii²⁵.

Firmy, które pozyskały środki finansowe od relatywnie źle prosperujących banków, napotykają realne problemy podczas poszukiwania dodatkowych źró-

²³ A. Lukkarinen, *op. cit.*, s. 98–102.

²⁴ K. Kim, S. Viswanathan, *The Experts in the Crowd: The Role of Experienced Investors in a Crowdfunding Market*, „MIS Quarterly” 43, 2019, nr 2, s. 347–361.

²⁵ S. De Prijcker *et al.*, *Relocation to get venture capital: A resource dependence perspective*, „Entrepreneurship Theory and Practice” 43, 2019, nr 4, s. 698–714.

deł finansowania. Rozpoczęcie finansowania przy wykorzystaniu alternatywnych form gromadzenia kapitału, takich jak na przykład *equity crowdfunding*, może pozwolić na tymczasowe zredukowanie wpływu instytucji z sektora bankowego na dany podmiot gospodarczy. W wariacie dużych wahań na rynku oraz znacznie obniżonych stóp procentowych przejście z modelu opierającego się na tradycyjnych formach pozyskiwania kapitału na model finansowania polegający na pozyskiwaniu środków finansowych przy pomocy alternatywnych narzędzi gromadzenia kapitału, może z perspektywy przedsiębiorcy zredukować potencjalne ryzyko dużych strat finansowych związanych z możliwym niepowodzeniem lub chwilową stagnacją. Takie podejście może zostać zaimplementowane na przykład podczas dywersyfikacji działalności danego przedsiębiorstwa. Przedsiębiorca nie zostaje wtedy zmuszony do całkowitej zmiany modelu finansowania swojej działalności. Istotne jest, iż dzięki *equity crowdfundingowi* przedsiębiorca może zwrócić się do internetowego tłumu w celu pozyskania dodatkowych środków finansowych na dany cel w sytuacji dużych fluktuacji na rynku, kiedy to pozyskanie funduszy z sektora bankowego okazuje się utrudnione²⁶.

Według Daniela Blasega i współpracowników, „banki w trudnej sytuacji zazwyczaj borykają się z problemami z zarządzaniem wewnętrznym, mniej wykwalifikowanymi specjalistami ds. pożyczek i rozproszoną uwagą z powodu trudnej sytuacji i ryzyka bankructwa”. W tym kontekście obecność wyspecjalizowanych inwestorów oraz inwestorów podwyższonego ryzyka podnosi wartość dodaną w zakresie jakości zarządzania oraz atrakcyjności ekonomicznej przedsięwzięcia. Zdolności ewaluacyjne wyspecjalizowanych inwestorów odnośnie do wykonalności oraz jakości danego przedsięwzięcia przewyższają kompleksowością oraz rzetelnością nawet dobrze prosperujące banki²⁷.

Przedsiębiorcy związani kredytem bankowym wobec relatywnie słabej sytuacji na rodzimych rynkach są mniej skłonni do ryzykowania czy dywersyfikacji kapitału. W przypadku dłuższej stagnacji może to poskutkować nieefektywnymi decyzjami, które mają charakter bardziej krótkoterminowy niż optymalne. Ma to związek z nastawieniem na krótkoterminowe wyniki, uzależnione od tego, czy przedsiębiorca będzie w stanie pozyskać kapitał z innego źródła²⁸.

Pozyskanie kapitału przy użyciu alternatywnych form finansowania umożliwia budowanie silnych sieci wzajemnych powiązań biznesowych, co determinuje późniejszą pozycję danego przedsiębiorcy w odniesieniu do pozostałych inwestorów. Relacje pożyczkowe pomiędzy małymi przedsiębiorcami a bankami są zazwyczaj ograniczone do regionu oddziaływania ze względu na czynniki logistyczne oraz w celu złagodzenia asymetrii informacji typowej dla małych przedsięwzięć. Po-

²⁶ D. Blaseg, D. Cumming, M.L. Koetter, *Equity Crowdfunding: High-Quality or Low-Quality Entrepreneurs?*, „Entrepreneurship Theory and Practice” 00 (1)/2020, s. 2–5.

²⁷ *Ibidem*, s. 5.

²⁸ C. Yung, *Entrepreneurial manipulation with staged financing*, „Journal of Banking & Finance” 100, 2019, nr 1, s. 274–280.

gorszenie się koniunktury gospodarczej na rynku lokalnym będzie determinować trudną sytuację pomiędzy bankami a sektorem MŚP. Pomimo lokalnej stronniczości inwestorów z sektora equity crowdfundingu, potencjalny przedsiębiorca, sygnalizując swoje potrzeby, realnie zwiększa szanse na pozyskanie dodatkowych środków finansowych²⁹.

Podczas relatywnie słabej koniunktury dla doświadczonego inwestora oraz inwestora podwyższonego ryzyka wizja związania się z bankiem może świadczyć negatywnie o jakości przedsiębiorcy. Ta obawa interesariuszy osłabia perspektywę rozwoju przedsięwzięć biznesowych danego przedsiębiorcy oraz realnie wpływa na jego zdolności finansowe, uniemożliwiając pozyskanie dodatkowego kapitału, który znajduje się w rękach mniej doświadczonych inwestorów³⁰.

Platformy crowdfundingowe, w przeciwieństwie do banków, nie ponoszą odpowiedzialności za informacje, które przekazują swojej społeczności. Generują przychody głównie z opłat pobieranych podczas uruchamiania kampanii. Może to determinować działania polegające na krótkoterminowej perspektywie nastawionej na maksymalizację liczby projektów. Taka aktywność mogłaby się przyczynić do drastycznego spadku zaufania oraz bazy inwestorów danej platformy crowdfundingowej. W ten sposób kształtuje się mechanizm kontroli jakości świadczonych usług przez platformę, która jest poddawana ocenie przez swoją społeczność. Dzięki temu możliwe jest uniknięcie sytuacji, w której to dana platforma crowdfundingowa w żaden sposób nie ewaluuje zgłoszonych przedsięwzięć w celu zmaksymalizowania przychodów z opłat³¹.

W ostatnich latach platformy crowdfundingowe znacznie poszerzyły swoje katalogi usług. Obecnie platformy dywersyfikują swoje działania, nie ograniczając się do jednego modelu crowdfundingowego. Jeden z największych podmiotów w tej branży, platforma Indiegogo, oferuje pomoc kapitałową w oparciu o własne zasoby finansowe. Część platform crowdfundingowych umożliwia swoim członkom dywersyfikację inwestycji poprzez alokację środków finansowych w nieruchomości. W 2018 roku francuska platforma Anaxago wprowadziła do swojej oferty internetową walutę opartą o technologię *blockchain*. Initial Coins Offering (ICO) to od 2017 roku jeden z mechanizmów pozyskiwania dodatkowych zasobów finansowych, wdrażany przez niektóre platformy crowdfundingowe. Mechanizm ten polega na zbieraniu funduszy dla danego projektu poprzez wykup zamiast akcji udziałowych tokenów (internetowych żetonów), których wartość rośnie wraz z rozwojem projektu oraz jego realizacją. Kluczowym elementem mechanizmu jest fakt, że kupujący mają dostęp do kryptowalut związanych z danym przedsięwzięciem w przedsprzedaży, co uatrakcyjnia potencjalną cenę wyjściową. Następn-

²⁹ D. Blaseg, D. Cumming, M.L. Koetter, *op. cit.*, s. 5–9.

³⁰ *Ibidem*, s. 5–7.

³¹ D. Blaseg, C. Schulze, B. Skiera, *Consumer protection on Kickstarter*, „Marketing Science” 2020, s. 5–9, <https://doi.org/10.1287/mksc.2019.1203>, (dostęp: 15.01.2021).

nie, gdy waluta trafia na giełdę kryptowalut, inwestorzy mogą dokonywać operacji handlowych³².

Platformy ECF zarówno jak i te świadczące swoje usługi w oparciu o inne modele crowdfundingowe, skupiają się na tworzeniu atrakcyjnego obszaru dla wymiany informacji oraz środków finansowych pomiędzy przedsiębiorcami a inwestorami. Implementacja przeznaczonego dla danej platformy interfejsu umożliwia wybranym przedsiębiorcom dostosowanie reklamy swojego przedsięwzięcia oraz stworzenie właściwej dokumentacji w oparciu o własny biznesplan. Członkowie platformy w oparciu o zewnętrzne i wewnętrzne motywacje oraz po dokonaniu ewaluacji, której poziom rzetelności będzie warunkowany doświadczeniem inwestorów, mogą dokonać decyzji inwestycyjnych na warunkach zaproponowanych przez kampaniodawcę. W zależności od struktury oraz sposobu działania, platformy ECF umożliwiają dokonywanie inwestycji przez inwestorów grupowych poprzez zakup bezpośrednio od kampaniodawcy lub pośrednio poprzez inwestowanie w instrument finansowy, w którym następnie zgromadzony wkład finansowy akcjonariuszy jest alokowany przez powiernika instrumentu finansowego w wybraną inwestycję. Wypłaty dywidend przez przedsiębiorcę na rzecz instrumentów finansowych są przekazywane inwestorom grupowym po wcześniejszym odliczeniu opłat za operacje związane z realizacją transakcji przez podmioty pośredniczące³³.

Platformy ECF mają również pośredni wpływ na strukturę inwestorów. Ustalenie minimalnego poziomu progu inwestycyjnego, który w zależności od modelu biznesowego danej platformy zaczyna się od niskich bazowych kwot, a kończyć na kwotach rzędu kilku tysięcy euro, może wpływać na to jak będzie kształtować się przekrój społeczności inwestorów. Jak wskazują Hornuf i Schwienbacher, im wyższa minimalna kwota inwestycji, tym zamożniejsi oraz bardziej doświadczeni inwestorzy, co również może determinować wyższą jakość inicjowanych kampanii, ponieważ większa liczba wyspecjalizowanych inwestorów oraz potencjalna szansa pozyskania większych środków finansowych będzie przyciągać innowacyjnych i konkurencyjnych przedsiębiorców. W istocie ilość inwestorów partycypująca w danej kampanii będzie uzależniona od ustalonego minimalnego progu inwestycyjnego oraz celu finansowego potrzebnego do realizacji wybranego projektu. W sytuacji gdy minimalna wielkość dozwolonej inwestycji jest szczególnie wysoka, platformy, które stosują ten model biznesowy, zaczynają być określane mianem internetowych sieci aniołów biznesu. Platformy ECF określają również rodzaj papierów wartościowych, które przedsiębiorcy mogą zaoferować, aby przyciągnąć inwestorów, a są to między innymi obligacje zamienne, obligacje partycypacyjne oraz akcje zwykłe jako udziałowe papiery wartościowe³⁴.

³² <http://crowdfunding.pl/ico/>, (dostęp: 15.01.2021).

³³ L. Hornuf, A. Schwienbacher, *Crowdinvesting: Angel Investing for the Masses...*, s. 381–397.

³⁴ *Ibidem*, s. 381–397.

W 2018 roku Benjamin Le Pendeven i A. Schwienbacher wykazali, że innowacyjne start-upy są najbardziej pożądanym obszarem inwestycyjnym dla inwestorów ECF. W odróżnieniu od pozostałych modeli crowdfundingowych, między innymi opartych o nagrody, gdzie internetowy tłum wspiera głównie inicjatywy prospołeczne oraz charytatywne, w modelu udziałowym tłum czerpie korzyści z potencjału wzrostu, przez co jest on bardziej skłonny do inwestowania w najbardziej innowacyjne oraz najlepiej zapowiadające się przedsięwzięcia. Innowacyjne start-upy determinują wewnętrzny rynek danej platformy crowdfundingowej, ponieważ mniej konkurencyjne przedsięwzięcia nie są w stanie sprawnie z nimi konkurować na zasadach rynkowych. W konsekwencji może nastąpić odpływ środków finansowych znacznej części inwestorów w stronę kilku najatrakcyjniej pozycjonujących się kampanii ECF na danej platformie crowdfundingowej. Dzieje się tak, ponieważ istnieje pewnego rodzaju deficyt wysoko innowacyjnych przedsięwzięć w odniesieniu do kapitału, którym dysponują inwestorzy. Inwestorzy ECF chętnie partycypują w innowacyjnych start-upach, które relatywnie szybko osiągają swój finansowy cel. W sytuacji gdy minimalny próg wejścia jest szczególnie wysoki, a potencjalne ryzyko wciąż istnieje, tylko niewielka ilość wyspecjalizowanych oraz zamożnych inwestorów ma możliwość inwestycji na wczesnym etapie kampanii. Poprzez wykorzystanie mechanizmu inwestycji zbiorczej możliwe jest partycypowanie większej liczby mniej doświadczonych inwestorów w wysoko konkurencyjne przedsięwzięcia. W tym kontekście nadrzędnym celem przedsiębiorcy jest przedstawienie biznesplanu w taki sposób, aby był on jak najbardziej konkurencyjny pod względem ekonomicznym oraz technologicznym w stosunku do pozostałych kampanii dostępnych na platformach crowdfundingowych³⁵.

Platformy ECF działają w oparciu o system „kto pierwszy, ten lepszy”. W sytuacji gdy wszystkie dostępne akcje w ramach danej kampanii crowdfundingowej zostaną przydzielone poszczególnym inwestorom, następuje wstrzymanie możliwości dalszego inwestowania a kampania zostaje oznaczona jako zakończona. Ponieważ cena akcji jest stała i istnieje ograniczona ich ilość, kluczową rolę odgrywają pierwsze dni od uruchomienia kampanii na platformie crowdfundingowej. Duże zainteresowanie daną inicjatywą może skutkować wystąpieniem efektu kuli śnieżnej. Znaczna ilość inwestorów zaczyna podejmować decyzje inwestycyjne motywując swoje działania zachowaniem innych akcjonariuszy, przez co wybrana kampania osiąga wysoką dynamikę charakteryzującą się wysoką częstotliwością zakupywanych akcji. W zależności od charakteru kampanii, poziomu innowacyjności oraz wysokości proponowanego świadczenia finansowego, przedsiębiorcom może zależeć na pozyskaniu innego typu inwestora. Właściciele innowacyjnych start-upów, oprócz finansowania, starają się pozyskać inwestorów, którzy posiadają niezbędną wiedzę, która może stanowić wartość dodaną w perspektywie re-

³⁵ A. Schwienbacher, *Equity crowdfunding: anything to celebrate?*, „Venture Capital, Taylor & Francis Journals” 21, 2019, nr 1, s. 3–4.

alizacji danego projektu. Przedsiębiorca dążący jedynie do osiągnięcia w krótkim czasie celu kampanijnego związanego z pozyskaniem zasygnalizowanej kwoty, będzie starał się dopasować swoją ofertę, tak aby w jak najdokładniejszy sposób odzwierciedlić potrzeby danej społeczności platformy crowdfundingowej³⁶.

Schwienbacher w swoich badaniach wskazuje na zjawisko określane mądrością tłumu, które jest rozwinięciem teorii Francisa Galtona i jego *vox populi*³⁷. Społeczność danej platformy może znacznie precyzyjniej ocenić jakość produktu oraz jego potencjalną wartość rynkową niż indywidualny inwestor lub grupa ekspercka. Ocena rentowności przedsiębiorstwa wymaga konkretnej wyspecjalizowanej wiedzy oraz podejścia metodologicznego, które pozwoli w sposób rzetelny przeprowadzić proces ewaluacyjny. W tym kontekście tłum nie zawsze wybierze kampanię charakteryzującą się największym potencjałem rynkowym w zakresie posiadanego przez przedsiębiorcę kapitału ludzkiego, nabytego doświadczenia w branży czy poziomu innowacyjności wdrażanego produktu. Internetowy tłum może motywować swoje decyzje inwestycyjne niemierzalnymi wskaźnikami, jednakże może być też realnym odzwierciedleniem rynkowego zapotrzebowania na dany produkt. Schwienbacher wskazuje, że duża aktywność tłumu w danej kampanii crowdfundingowej może być dla wyspecjalizowanych przedsiębiorców sygnałem świadczącym o dużym zainteresowaniu proponowanym produktem oraz pozwala oszacować okres, w którym zostanie osiągnięty cel finansowy³⁸.

Platformy ECF stosują mechanizmy preselekcyjne, które umożliwiają dokonanie wstępnej ewaluacji wykonalności projektów zgłaszanych przez przedsiębiorców. W tym obszarze duży wkład wniosły badania Jonasa Löhera, który przeanalizował proces selekcji stosowany przez niemieckie platformy crowdfundingowe. Istotne kryterium powszechnie stosowane przez platformy ECF polega na zbadaniu, czy dane przedsiębiorstwo lub start-up posiada zdolność do pozyskiwania funduszy uzupełniających w przyszłości. W przypadku innowacyjnego start-upu może być to kluczowy czynnik, który będzie determinował późniejszy sukces przedsięwzięcia. Wymagająca branża oraz zaawansowany technologicznie produkt lub usługa mogą wymagać dostępu do dużych zasobów finansowych oraz bogatej wiedzy eksperckiej w zakresie danej dziedziny. Niekiedy bez finansowego uzupełnienia, które może wynieść nawet kilka milionów euro, a w konsekwencji braku adekwatnej kadry specjalistów, braku dostępu do infrastruktury czy braku bazy badawczo-rozwojowej nie jest możliwe ukończenie projektu. Z powodu rosnących kosztów utrzymania oraz postępującego procesu technologicznego, start-upy mają coraz większy problem z przejściem z fazy projektowej do momentu wdrażania ich jako gotowy produkt na rynki zbytu. W tym kontekście mechanizm preselekcji może być efektywnym procesem wzmacniającym bezpieczeństwo inwestorów,

³⁶ *Ibidem*, s. 4–7.

³⁷ F. Galton, *Vox populi (The Wisdom of Crowds)*, „Nature” 75, 1907, nr 7, s. 450–451, <https://doi.org/10.1038/075450a0>, (dostęp: 15.01.2021).

³⁸ A. Schwienbacher, *Equity crowdfunding: anything to celebrate...*, s. 7.

redukując tym samym szanse na wystąpienie zjawiska, w którym to dany start-up otrzyma potrzebne środki finansowe podczas trwania kampanii crowdfundingowej, jednakże po jej zakończeniu nie będzie możliwe zrealizowanie go w według wcześniej przedstawionego biznes planu³⁹. Francuska platforma WiSEED stosuje mechanizm, w którym najpierw projekty są przedstawiane jej członkom, a następnie w procesie głosowania wyłaniane są projekty, które otrzymują szanse w ubieganiu się o finansowanie. Mechanizm pozwala członkom aktywniej partycypować w życiu platformy oraz zwiększa ich poziom zaangażowania. Proces „wyłaniania” pozwala wybranym inwestorom na dokonanie indywidualnej preselekcji, przez co mają oni więcej czasu na podjęcie potencjalnej decyzji inwestycyjnej⁴⁰.

Badacze wskazują, że jednym z największych wyzwań dla equity crowdfundingu jest poprawa wydajności oraz rentowności samych platform. Europejskie platformy crowdfundingowe, z wyjątkiem Wielkiej Brytanii, rozwijają się dość statycznie. Jednym z powodów tego stanu rzeczy jest ich przeważnie krajowy zasięg, co w znacznym stopniu uzależnia je od wydolności oraz rozwoju wewnętrznego rynku krajowego. Z powodu barier regulacyjnych europejski *crowdfunding* charakteryzuje się niewielkim udziałem inwestycji transgranicznych w porównaniu do rynku amerykańskiego. W ostatnich latach Unia Europejska rozpoczęła prace mające na celu zharmonizowanie regulacji dotyczących crowdfundingu, jednakże obecnie każde państwo europejskie opracowało własne przepisy krajowe. Nowa inicjatywa Komisji Europejskiej w sprawie rozporządzenia w sprawie europejskich dostawców usług finansowania społecznościowego ref COM/2018 może pomóc w standaryzacji procesów związanych z pozyskiwaniem środków finansowych przy pomocy alternatywnych form finansowania w tym m.in. equity crowdfundingu. Ponadto w dużej mierze najatrakcyjniejsze pod względem innowacyjności start-upy z krajów europejskich poszukują kapitału na amerykańskich platformach crowdfundingowych. Dzięki temu są w stanie dotrzeć do wyspecjalizowanych oraz bardziej doświadczonych grup inwestorów oraz aniołów biznesu. Swoisty odpyły najbardziej innowacyjnych przedsięwzięć hamuje rozwój europejskiego equity crowdfundingu, marginalizując jego rolę w kontekście działań największych amerykańskich platform.

Wyzwania sektora MŚP

Jak wskazują Colin Mason, Tiago Botelho i Richard Harrison, kluczowe dla rozwoju equity crowdfundingu w perspektywie sektora MŚP jest jego przekształcenie w uzupełnienie tradycyjnych form pozyskiwania źródeł finansowania. Jed-

³⁹ J. Löher, *The interaction of equity crowdfunding platforms and ventures: an analysis of the pre-selection process*, Bonn, 2016, s. 10–20.

⁴⁰ F. Hervé et al., *Determinants of Individual Investment Decisions in Investment-Based Crowdfunding*, „Journal of Business Finance and Accounting” 2019, nr 5–6, s. 14–18.

nym z powodów, dla których ta forma pozyskiwania kapitału może być znacząca z punktu widzenia europejskiego sektora MŚP, jest wyraźnie pogłębiający się problem z otrzymywaniem pożyczek przez przedsiębiorstwa od banków. Brak dodatkowego kapitału w pierwszym roku istnienia firmy może uniemożliwić wykorzystanie pełni potencjału przedsiębiorstwa⁴¹.

Sektor MŚP jest kluczowy dla rozwoju gospodarczy Unii Europejskiej. W literaturze przedmiotu wyróżnia się najważniejsze czynniki negatywnie oddziałujące na rozwój sektora MŚP. Niski wskaźnik konkurencyjności oraz relatywnie mały poziom umiędzynarodowienia sektora MŚP znacząco wpływa na dynamikę jego rozwoju, ponieważ determinuje sytuację, w której to przedsiębiorstwa rozwijają się w sposób statyczny. Ich wielkość nie zmienia się na przestrzeni lat, co znajduje odbicie w możliwościach produkcyjnych. W konsekwencji niewielki rozmiar MŚP odbija się na ilości potencjalnych zasobów finansowych, które dane przedsiębiorstwo jest w stanie pozyskać oraz kapitał ludzki, który jest w stanie przyciągnąć. Pomimo tego, że adekwatną odpowiedzią na podstawowe problemy związane z rozwojem przedsiębiorstw w Unii Europejskiej są fundusze unijne, które zarówno wzmacniają zatrudnienie, jak i pozwalają przedsiębiorcy na dywersyfikację działalności, to w dalszym ciągu zauważa się problem związany z zapewnieniem ciągłości pozyskiwania dodatkowych środków finansowych. To stanowi silną przeszkodę w wejściu na nowe rynki. Ponadto możliwości badawczo-rozwojowe są w znaczny sposób ograniczone. W dalszym ciągu, zwłaszcza w bardziej tradycyjnych sektorach, takich jak zakłady produkcyjne, przedsiębiorcy nie rozwijają własnej bazy badawczo-rozwojowej, skłaniając się do zakupu i wdrażaniu gotowych technologii. W unijnym raporcie z 2019 roku *EU policy framework on SMEs: state of play and challenges* wskazuje się również na gorsze wyniki sektora MŚP w porównaniu z sektorem korporacyjnym pod względem kreowania wartości dodanej. Ma to duży wpływ na strukturę zatrudnienia. Sektor MŚP ma utrudniony dostęp do wykwalifikowanej kadry kierowniczej oraz wyspecjalizowanych pracowników. W tym kontekście prócz wyników finansowych oraz różnicy zarobków wyróżnia się niski potencjał sektora MŚP w zakresie wdrażania innowacji. Ponadto dodatkowe źródła finansowania mogą w znaczny sposób wspomóc te MŚP, które są mocno obciążone ograniczeniami związanymi z regulacyjnym otoczeniem. Wykorzystanie alternatywnych form finansowania może zniwelować różnice pomiędzy przedsiębiorstwami, które mają wyższe koszty związane z prowadzeniem działalności gospodarczej a tymi firmami, które świadczą swoje usługi w relatywnie zliberalizowanym otoczeniu regulacyjnym⁴².

⁴¹ C. Mason, T. Botelho, R. Harrison, *The Transformation of the Business Angel Market: Empirical Evidence and Research Implications*, „Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance” 18, 2016, nr 4, s. 321–344.

⁴² European Committee of the Regions, *EU policy framework on SMEs: state of play and challenges*, Commission for Economic Policy, European Union, 2019, s. 13–28.

W raporcie wykazano, iż jednym z największych zewnętrznych problemów europejskiego sektora MŚP jest utrudniony dostęp do źródeł finansowania. Ponadto występują dwa kluczowe czynniki wewnętrzne hamujące rozwój przedsiębiorstw: strategiczne planowanie w perspektywie długookresowej oraz brak umiejętności zarządzania kadry kierowniczej. W badaniu SAFE w 2018 roku wykazano również, że dostępność wykwalifikowanej siły roboczej jest największym wyzwaniem dla europejskiego sektora MŚP. Aż 25% MŚP wskazało to jako kluczową barierę, w 2013 roku było to jeszcze 13%. Odpływ wykwalifikowanych pracowników z MŚP do dużych korporacji może w przyszłości znacząco osłabić europejski sektor MŚP. Przez niedostateczne finansowanie małe i średnie przedsiębiorstwa mają duży problem z utrzymaniem przy sobie wyspecjalizowanych pracowników. Ponadto duże nakłady finansowe związane z internacjonalistycznym charakterem największych korporacji umożliwiają potencjalnym pracownikom rozwój osobisty oraz prace w innowacyjnych warunkach. Przy użyciu alternatywnych form finansowania zwłaszcza średnie przedsiębiorstwa oraz start-upy mogą znacząco zwiększyć swoje szanse na pozyskanie wyspecjalizowanych pracowników. Zwiększenie wartości rynkowej poprzez wdrażanie innowacyjnych usług oraz produktów do swojej oferty jak i pozyskanie strategicznych inwestorów realnie wpłynie na pozycjonowanie danego przedsiębiorstwa na rynku. Poprawa poziomu innowacyjności europejskiego sektora MŚP może zwiększyć szanse przedsiębiorców na pozyskiwanie wysoko wykwalifikowanej klasy pracowników. Obecna tendencja na poziomie Unii Europejskiej przejawia się tym, że sektor MŚP nie jest w stanie konkurować z dużymi korporacjami o najlepszych specjalistów. Z raportu wynika, że sektor MŚP nie posiada zasobów finansowych wystarczających na rozwój oraz szkolenia obecnych pracowników. Ponadto zwraca się uwagę na znaczny deficyt informacji w tym zakresie. Przedsiębiorcy nie biorą pod uwagę wszystkich potencjalnych korzyści, jakie niesie ze sobą komplementarny rozwój zasobów ludzkich. Obecnie w Unii Europejskiej wyróżnia się cztery państwa posiadające najsłabsze wyniki pod względem zatrudnienia w obszarze średniowysokiej oraz zaawansowanej technologicznie produkcji i usług opartych na wiedzy. Polska, Rumunia, Hiszpania oraz Grecja nie mają ani jednego regionu zakwalifikowanego w raporcie *EU policy framework on SMEs: state of play and challenges* do grupy wyspecjalizowanych obszarów z wysokim wskaźnikiem zatrudnienia w innowacyjnych sektorach produkcyjnych. Dla porównania Niemcy dysponują aż pięcioma takimi regionami, a wszystkie kraje Unii Europejskiej prócz wyżej wymienionych mają co najmniej jeden taki region.

Dodatkowe źródła finansowe mogą znacznie poprawić wzrost zarówno rozwijających się, jak i innowacyjnych przedsiębiorstw. W badaniu SAFE⁴³ wskazano, że aż 58% europejskiego sektora MŚP zgłosiło wzrost kosztów pracy w 2018 roku. Wykazano także, że przedsiębiorstwa, które nie eksportują towarów, są częściej

⁴³ Survey on Access to Finance of Enterprise.

narażone na wzrost kosztów pracy niż przedsiębiorstwa eksportujące. Ponadto to najbardziej innowacyjne przedsiębiorstwa doświadczyły wzrostu kosztów pracy. W 2018 roku w 61% MŚP w Unii Europejskiej wzrosły inne koszty związane z działalnością, jak na przykład materiały oraz energia. MŚP jest dynamicznym i jednocześnie wrażliwym sektorem w gospodarce, szczególnie podatnym na zmiany wewnętrznego procesu produkcyjnego. Dodatkowe środki pozyskane przy pomocy equity crowdfundingu oraz możliwość przyciągnięcia wyspecjalizowanych inwestorów mogą być kluczowe do pokonania szeregu barier, które uniemożliwiają uwolnienie niewykorzystanego potencjału wielu firm⁴⁴.

Wykwalifikowana kadra ma zasadnicze znaczenie dla rozwoju unijnego sektora MŚP w perspektywie wzrostu poziomu innowacyjności oraz możliwości wdrażania rezultatów uzyskanych w wyniku prac badawczych. Aby przedsiębiorstwa mogły się dynamicznie rozwijać, musi zostać zapewniona stała baza rozwojowa dla pracowników. Bez odpowiednich umiejętności przedsiębiorstwa nie mogą czerpać korzyści z badań i rozwoju oraz nie jest możliwa implikacja innowacyjnych rozwiązań, które realnie mogą zintensyfikować jakość świadczonych usług. Wzrost wiedzy oraz świadomości kadry szczebla menadżerskiego może sprawić, że sektor MŚP będzie częściej sięgał po środki finansowe przy użyciu alternatywnych form finansowania, co znacznie wpłynie na efektywność świadczenia przez nie usług. Brak inwestycji w szkolenia jest również mocno związany z dość słabą kondycją finansową małych firm, które po kryzysie finansowym w 2009 roku silnie odczuły ograniczenia kredytowe. W badaniach SAFE wykazano, że dostęp do finansowania jest olbrzymią barierą, z jaką te przedsiębiorstwa borykają się cyklicznie od wielu lat. Kryzys związany z pandemią Covid-19, a w rezultacie lockdownem wprowadzonym w prawie wszystkich państwach Unii Europejskiej może jeszcze bardziej ograniczyć dostęp do źródeł finansowania sektorowi MŚP. Chociaż jak wykazano w badaniach, obecnie kształtuje się tendencja, w której to przedstawiciele sektora MŚP w mniejszym stopniu wskazują, iż bezpośredni dostęp do źródeł finansowania jest najpilniejszym problemem⁴⁵, to kryzys związany z wprowadzonymi przez rząd obostrzeniami może znacznie utrudnić dostęp do pozyskiwania środków finansowych od tradycyjnych instytucji finansowych jak na przykład banki. W tym kontekście warto zwrócić uwagę, że największe korporacje będą dysponować zgromadzonym kapitałem, który pozwoli na atrakcyjniejsze warunki zatrudnienia dla pracowników, którzy jako związani z sektorem MŚP bardziej odczuwają potencjalne negatywne skutki wynikające z zamknięcia gospodarek⁴⁶.

Dodatkowe formy pozyskiwania kapitału mogą w znaczny sposób pomóc w usuwaniu barier ograniczających zdolność sektora MŚP do rozwoju. Kondycja

⁴⁴ European Committee of the Regions, *EU policy framework on SMEs...*, s. 13–28.

⁴⁵ Według badań SAFE dostęp do finansowania jest wskazany jako najpilniejszy problem przez 7% MŚP w UE w 2018 roku, w porównaniu z 15% z 2013 zauważa się duży spadek.

⁴⁶ European Committee of the Regions, *Potential impacts of COVID-19 on regions and cities of the EU*, Commission for Economic Policy, European Union, 2020, s. 12–18.

sektora MŚP jest kluczowa z perspektywy rozwoju gospodarki unijnej. Wyzwania, które ograniczają ich zdolność do wzrostu oraz konkutowania, będą najbardziej widoczne w relatywnie najmniej rozwiniętych regionach Unii Europejskiej. W najmniej rozwiniętych obszarach takich państw *equity crowdfunding* mógłby wypełnić lukę finansową. Na tych obszarach szczególnie narażony jest rozwój sektora MŚP, ponieważ cyklicznie odnotowuje się brak inwestycji w nowe technologie; często także występuje zjawisko zamykania się przedsiębiorstw w okresie od roku do dwóch po ich utworzeniu. Ponadto ograniczenia regionalnego rozwoju gospodarczego mogą tworzyć błędne koło wpływające na całe otoczenie biznesowe. W efekcie prowadzi to do odpływu zarówno kapitału zewnętrznego, jak i wykwalifikowanej kadry pracowników. Dzięki transgranicznej naturze *crowdfunding* możliwe jest pozyskanie nie tylko inwestorów, ale również relewantnych koncepcji oraz pomysłów, które mogłyby zostać zaimplementowane przez przedsiębiorcę. Istotne jest to, że mniej innowacyjne regiony mogą być bardziej chłonne na nowe idee w zakresie nie tylko produkcyjnym czy usługowym, ale również w odniesieniu do zarządzania kapitałem ludzkim. Przez to obszary o takim otoczeniu biznesowym mogą być atrakcyjne z perspektywy wyspecjalizowanych inwestorów ECF, którzy chcą mieć jak największy wpływ na kształt zainwestowanego przez siebie przedsięwzięcia⁴⁷.

Equity crowdfunding może stanowić dla mniej innowacyjnych obszarów dopełniającą formę gromadzenia kapitału w odniesieniu do zasobów finansowych pozyskiwanych z funduszy unijnych. Innowacyjność regionu ma realny wpływ na jego zdolność zarówno do rozwoju, jak i do konkutowania. W raporcie *EU policy framework on SMEs: state of play and challenges* konkurencyjność regionalna to zdolność regionu do oferowania swoim mieszkańcom oraz przedsiębiorstwom atrakcyjnego i zrównoważonego środowiska do pracy i życia. W raporcie wykazano, że poziom konkurencyjności regionów jest silnie skorelowany z ich poziomem innowacyjności. Tworzenie się aglomeracji skupionych wokół rozwiniętych regionów, w znacznym stopniu absorbuje najbardziej konkurencyjne oraz innowacyjne produkty czy usługi. Transgraniczna natura *equity crowdfunding* pozwala przyciągać środki finansowe, dzięki którym przedsiębiorcy mogą zdywersyfikować swoją działalność lub wdrożyć innowacyjną usługę na rynek. Ponadto istotną wartością dodaną w tym kontekście może być ekspercka wiedza inwestorów, która jest szczególnie ważna na obszarze z ograniczonym dostępem do wykwalifikowanej kadry zarządzającej. Regiony stołeczne państw członkowskich Unii Europejskiej to regiony, w których znajduje się najwięcej przedsiębiorstw w stosunku do liczby ludności oraz odnotowuje się największą częstotliwość otwierania nowych firm i start-upów. Największe miasta mają znacznie lepszy dostęp do rynku pracy oraz lepiej dopasowaną siłę roboczą do podaży, przez co mogą efektywniej odpowiadać na zapotrzebowania swoich klientów. Na takich obszarach wydajniej kształtują się

⁴⁷ European Committee of the Regions, *EU policy framework on SMEs...*, s. 13–28.

wzajemne powiązania biznesowe oraz występuje przepływ *know-how*. Są to jedne z kluczowych czynników w perspektywie rozwoju konkurencyjności oraz innowacyjności, dzięki którym dane przedsiębiorstwo jest lepiej postrzegane przez potencjalnych inwestorów. Regiony pozbawione adekwatnego zaplecza infrastrukturalnego oraz braku dostępu do procesów związanych z wymianą informacji mogą dzięki takim narzędziom jak *equity crowdfunding* czy *crowdsourcing* usiłować niwelować te różnice⁴⁸.

Zakończenie

Liczba osób zaangażowanych w daną inicjatywę crowdfundingową na wczesnym etapie przedsięwzięcia wpływa na decyzje pozostałych inwestorów, którzy początkowo nie byli skłonni zainwestować. Inwestorzy jako pierwsi odbiorcy oferowanego produktu dostarczają wartościowych informacji zwrotnych, które mogą okazać się niezwykle pomocne przy wdrażaniu istotnych zmian przez przedsiębiorcę. Pozyskanie dużej liczby inwestorów ECF pomaga wykazać, iż rynek jest chłonny na produkty lub usługi oferowane w ramach danej kampanii crowdfundingowej. Okres przed i po kampanijny, w którym kampaniodawca zarówno kreuje swoją ofertę jak i pozyskuje określoną ilość zasobów finansowych, pozwala udoskonalić biznesplan przedsiębiorcy. Udana kampania crowdfundingowa może zwiększyć wiarygodność danego przedsiębiorcy w kontaktach z wyspecjalizowanymi inwestorami oraz inwestorami *venture capital*. Sukces kampanii sygnalizuje innym inwestorom, iż dane przedsięwzięcie uzyskało wystarczającą walidację rynkową⁴⁹.

Platformy crowdfundingowe wymagają od przedsiębiorców przedstawienia biznesplanu, który jest poddawany wnikliwej analizie wykonalności oraz oceny pod względem konkurencyjności lub innowacyjności produktu. Poddany ewaluacji oraz zaakceptowany przez zespół ekspercki reprezentujący platformę biznesplan, umożliwia rozpoczęcie kampanii. Relewantne informacje, w tym prognozy finansowe, są dostępne dla potencjalnych inwestorów przez okres trwania kampanii. Kampania crowdfundingowa jest również swoistym testem zarówno dla koncepcji danego przedsięwzięcia jak i samego przedsiębiorcy. Nieuzyskanie adekwatnych wyników finansowych podczas kampanii crowdfundingowej może być sygnałem świadczącym o pewnych kluczowych brakach umiejętności zarządzania, niewystarczającego kapitału ludzkiego lub nieatrakcyjnego z perspektywy społeczności danej platformy crowdfundingowej produktu. W razie porażki przedsiębiorca może napotykać trudności w przyszłości podczas kolejnych prób pozyskania kapitału przy pomocy narzędzi crowdfundingowych, wykorzystując ten sam koncept przedsięwzięcia⁵⁰.

⁴⁸ *Ibidem*, s. 13–28.

⁴⁹ M. Goethner, L. Hornuf, T. Regner, *op. cit.*, s. 1–6.

⁵⁰ L. Hornuf, A. Schwienbacher, *Market mechanisms...*, s. 556–559.

Badacze wskazują, iż powstające przedsiębiorstwa oraz start-upy, które zostały pozbawione możliwości wsparcia tradycyjnymi formami pozyskania kapitału ze strony między innymi sektora bankowego czy inwestorów zewnętrznych, są znacznie bardziej skłonne do korzystania z equity crowdfundingu. Poprzez wykorzystanie narzędzi equity crowdfundingu pomysłodawcy mogą przejść przez wczesną fazę projektową, pozyskując w tym celu kapitał od internetowego tłumu. W efekcie przedsiębiorca może w kolejnych fazach rozwoju inwestycji starać się o dodatkowe dofinansowanie z tradycyjnych źródeł pozyskiwania środków finansowych. Wzrost wartości oraz rentowności przedsiębiorstwa będzie determinować możliwość ubiegania się o dodatkowe środki finansowe od sektora bankowego, dla którego znacząco obniży się poziom ryzyka związanego z możliwą niewypłacalnością danego przedsiębiorstwa⁵¹.

Equity crowdfunding może pomóc sektorowi MŚP w walce z negatywnymi zależnościami będącymi konsekwencją globalizacji oraz szybkich zmian technologicznych. Kluczowe negatywne konsekwencje dla regionów słabiej rozwiniętych to między innymi duży udział sektora MŚP w produkcji niskotechnologicznej, szybko rosnące jednostkowe koszty pracy w produkcji w ciągu ostatnich lat, które realnie wpływają na możliwości produkcyjne firm obniżając ich wydajność, duży odsetek ludności w wieku produkcyjnym z niskim wykształceniem. Pozyskanie dodatkowego kapitału mogłoby pozytywnie wpłynąć na jakość świadczonych usług oraz przyciągnąć wyspecjalizowanych pracowników. Dla części przedsiębiorców dodatkowe źródło finansowania może być szansą na uaktualnienie własnego modelu biznesowego.

Bibliografia

- Agrawal A., Catalini C., Goldfarb A., *Some simple economics of crowdfunding*, „Innovation Policy and the Economy” 14, 2014, nr 1.
- Bapna S., *Complementarity of Signals in Early-stage Equity Investment Decisions: Evidence from a Randomized Field Experiment*, „Management Science” 65, 2019, nr 2.
- Blaseg D., Cumming D., Koetter M.L., *Equity Crowdfunding: High-Quality or Low-Quality Entrepreneurs?*, „Entrepreneurship Theory and Practice”, 00 (1)/2020.
- Blaseg D., Schulze C., Skiera B., *Consumer protection on Kickstarter*, „Marketing Science” 39, 2020, nr 1.
- Block J., Colombo M.G., Cumming D., Vismara S., *New players in entrepreneurial finance and why they are there*, „Small Business Economics” 50, 2018, nr 2.
- Bretschneider U., Leimeister J.M., *Not Just an Ego-trip: Exploring Backers' Motivation for Funding in Incentive-based Crowdfunding*, „Journal of Strategic Information Systems” 26, 2017, nr 4.
- Calderaro A., *Social Media and Politics*, The SAGE Handbook of Political Sociology, Thousand Oaks 2018.
- Cumming D., Deloof M., Manigart S., Wright M., *New directions in entrepreneurial finance*, „Journal of Banking & Finance” 100, 2019, nr 1.

⁵¹ D. Cumming, M. Deloof, S. Manigart, M. Wright, *New directions in entrepreneurial finance*, „Journal of Banking & Finance”, 100/2019, s. 252–259.

- De Prijcker S., Manigart S., Collewaert V., Vanacker T., *Relocation to get venture capital: A resource dependence perspective*, „Entrepreneurship Theory and Practice” 43, 2019, nr 4.
- Estrin S., Gozman D., Khavul S., *The Evolution and Adoption of Equity Crowdfunding: Entrepreneur and Investor Entry into a New Market*, „Small Business Economics” 51, 2018, nr 2.
- European Committee of the Regions, *EU policy framework on SMEs: state of play and challenges*, Commission for Economic Policy, European Union, 2019.
- European Committee of the Regions, *Potential impacts of COVID-19 on regions and cities of the EU*, Commission for Economic Policy, European Union, 2020.
- Galton F., *Vox populi (The Wisdom of Crowds)*, „Nature” 75, 1907, nr 7.
- Goethner M., Hornuf L., Regner T., *Protecting investors in equity crowdfunding: An empirical analysis of the small investor protection act*, „Technological Forecasting and Social Change” 162, 2021.
- Guenther C., Johan S., Schweizer D., *Is the Crowd Sensitive to Distance? How Investment Decisions Differ by Investor Type*, „Small Business Economics” 50, 2018, nr 2.
- Hervé F., Manthé E., Sannajust A., Schwienbacher A., *Determinants of Individual Investment Decisions in Investment-Based Crowdfunding*, „Journal of Business Finance and Accounting” 2019, nr 5–6.
- Hornuf L., Schwienbacher A., *Crowdinvesting: Angel Investing for the Masses?*, „Handbook of Research on Business Angels” 3, 2016.
- Hornuf L., Schwienbacher A., *Market mechanisms and funding dynamics in equity crowdfunding*, „Journal of Corporate Finance” 50, 2017.
- Hornuf L., Schmitt M., Stenzhorn E., *Does a Local Bias Exist in Equity Crowdfunding?*, „CESifo Working Paper” 8154, 2020.
- Kim K., Viswanathan S., *The Experts in the Crowd: The Role of Experienced Investors in a Crowdfunding Market*, „MIS Quarterly” 43, 2019, nr 2.
- Klohn L., Hornuf L., Schilling T., *The regulation of crowdfunding in the draft small investor protection act: content, consequences, critique, suggestions*, „European Company Law” 13, 2016, nr 2.
- Kuppuswamy V., Barry B.L., *Crowdfunding creative ideas: the dynamics of project backers*, London 2018.
- Löher J., *The interaction of equity crowdfunding platforms and ventures: an analysis of the preselection process*, Bonn 2016.
- Lukkarinen A., *Equity Crowdfunding: Principles and Investor Behaviour*, [w:] *Advances in Crowdfunding*, red. R. Shneor, L. Zhao, B.-T. Flåten, New York 2020.
- Mason C., Botelho T., Harrison R., *The Transformation of the Business Angel Market: Empirical Evidence and Research Implications*, „Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance” 18, 2016, nr 4.
- Niemand T., Angerer M., Thies F., Kraus S., Hebenstreit R. *Equity Crowdfunding Across Borders: A Conjoint Experiment*, „International Journal of Entrepreneurial Behavior and Research” 24, 2018, nr 4.
- Piva E., Rossi-Lamastra C., *Human Capital Signals and Entrepreneurs' Success in Equity Crowdfunding*, „Small Business Economics” 51, 2018, nr 3.
- Schwienbacher A., *Equity crowdfunding: anything to celebrate?*, „Venture Capital, Taylor & Francis Journals” 21, 2019, nr 1.
- Vismara S., *Equity Retention and Social Network Theory in Equity Crowdfunding*, „Small Business Economics” 46, 2016, nr 4.
- Vismara S., *Sustainability in Equity Crowdfunding*, „Technological Forecasting and Social Change” 141, 2019.
- Yung C., *Entrepreneurial manipulation with staged financing*, „Journal of Banking & Finance” 100, 2019, nr 1.