

ARTYKUŁY

Edward Hościłowicz*, Piotr Karol Hościłowicz**

ŹRÓDŁA POZYSKANIA KAPITAŁU W PRZEDSIĘBIORSTWIE

Wprowadzenie

Celem opracowania jest przedstawienie istoty i źródeł pozyskiwania kapitału w przedsiębiorstwie. Przeprowadzono analizę pojęcia kapitału i różnych jego znaczeń. Wskazano, że z praktycznego punktu widzenia najważniejszym jest umiejętność odróżniania i prawidłowej klasyfikacji źródeł pozyskania kapitału i źródeł finansowania. Te drugie posiadają czysto pieniężny charakter, a ich zestawienie znajduje się w rachunku przepływów pieniężnych, podczas gdy źródła pozyskania kapitału uwidocznione są w bilansie przedsiębiorstwa. Autorzy przedstawili podział źródeł kapitału w zależności od wybranego kryterium.

Istota i funkcje źródeł kapitału

W literaturze słowo *kapitał* jest interpretowane na różne sposoby. Jak trafnie wskazuje J. Grzywacz „pojęcie kapitału ma wiele znaczeń i trudno doszukać się jednej, powszechnie przyjętej definicji”¹. Dodatkowo sytuację komplikuje fakt, że słowo to występuje często w połączeniu z przymiotnikami próbującymi precyzyjniej określić jego znaczenie, np. „kapitał społeczny”, „kapitał intelektualny”, „kapitał trwały”, czy „kapitał czynny”. A. Motylska-Kuźma zauważa, że „ostatecznie jednak terminy te nie zawsze odnoszą się do tak samo rozumianego *kapitału*”².

* Wyższa Szkoła Finansów i Zarządzania w Białymstoku.

** Szkoła Główna Handlowa w Warszawie.

¹ J. Grzywacz, *Kapitał w przedsiębiorstwie i jego struktura*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2012, s. 11.

² A. Motylska-Kuźma, *Zarządzanie finansami w organizacji z wykorzystaniem alternatywnych źródeł finansowania: rynek-ryzyko-procedury*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2019, s. 13.

Znalezione znaczenia leksykograficzne dostarczają następujących definicji. Kapitałem nazywa się:

- „bogactwo zebrane uprzednio przez przedsiębiorstwo w celu podjęcia dalszej produkcji”³,
- „całokształt zaangażowanych w przedsiębiorstwo wewnętrznych, zewnętrznych, materialnych, niematerialnych, własnych, obcych, terminowych i nieterminowych zasobów”⁴,
- „środki trwałe oraz aktywa finansowe zainwestowane w produkcję i mające przynosić dochód”⁵,
- „majątek w gotówce lub papierach wartościowych”⁶,
- „dorobek intelektualny lub artystyczny jakiejś osoby lub grupy, z którego będzie ona mogła korzystać w przyszłości”⁷.

Wspólnym mianownikiem encyklopedycznych definicji jest powiązanie kapitału z pewną formą majątku lub określonym zasobem (najczęściej w formie finansowej). Implikuje to w dalszym rozważaniu fakt, że „pojęcie kapitału wiąże się ściśle z kategorią wartości”⁸. Również w literaturze specjalistycznej możemy spotkać się z autorami podkreślającymi zasobowy aspekt tego słowa. A. Duliniac opisuje kapitał „jako fundusze (zasoby finansowe) powierzone przedsiębiorstwu przez jego właścicieli i wierzycieli”⁹. J. Gajdka podziela stanowisko wyżej przytoczonej autorki, również wskazując na fakt, że kapitał „najczęściej utożsamiany jest z aspektem finansowym jako ogół środków finansowych, finansujących aktywa podmiotu gospodarczego”¹⁰. Aspekt finansowy nie został pominięty też w rozumieniu kapitału przez I. Fishera – „kapitał to każdy zasób, wszystko, co ma wartość i służy produkcji dóbr i usług, co ma znaczenie dla wzrostu i rozwoju gospodarki”¹¹. Powyżej przytoczone definicje syntetyzuje G. Michalczyk, który skłania się do rozumienia kapitału na dwóch płaszczyznach: „w aspekcie rzeczowym (jako majątek, zasób przedsiębiorstwa) oraz

³ *Wielka Encyklopedia Powszechna*, PWN, Warszawa 1965, s. 443.

⁴ *Encyklopedia Biznesu*, Wydawnictwo Profesja, Warszawa 1995, s. 398.

⁵ *Słownik języka polskiego*, PWN, dostęp 26.03.2020.

⁶ *Ibidem*.

⁷ *Ibidem*.

⁸ J. Grzywacz, *Kapitał w przedsiębiorstwie...*, op. cit., s. 13.

⁹ A. Duliniac, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa 2001, s. 13.

¹⁰ J. Gajdka, *Teorie i struktury kapitału i ich aplikacja w warunkach polskich*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002, s. 19.

¹¹ I. Fisher, *The Nature of Capital and Income*, Macmillan, New York 1906, s. 52; C. Luttermann, *Unternehmen, Kapital und Genussrechte*, Mohr Siebeck, Koeln 1998, s. 5. Cyt. za: Adelung, *Grammatisch-kritisches Woerterbuch*, 1. Theil, Sp. 1303.

finansowym (określając źródła jego pochodzenia)¹². Ostatnia z przytoczonych definicji leksykograficznych rozszerza typowo materialne rozumienie pojęcia zasobu. Wpisuje się ona we współczesny nacisk na kreowanie wartości przez przedsiębiorstwa, nie tylko z zasobów materialnych, lecz również zasobów niematerialnych. Na konieczność uwzględnienia tego aspektu w definicji zwraca uwagę J. Grzywacz, wyrażając stanowisko, iż „tradycyjne, zasobowe i finansowe pojęcie kapitału powinno zostać poszerzone o komponent jakościowy, zwłaszcza, że coraz częściej zasoby niematerialne mają nader istotny wpływ na jego pozycję rynkową”¹³.

W literaturze finansowej można odnaleźć jeszcze jedno ujęcie kapitału w jego aspekcie rachunkowym, na którego istnienie zwraca uwagę A. Motylska-Kuźma. „Kapitał w ujęciu rachunkowym rozumie się jako wszystkie elementy występujące po stronie pasywów w bilansie przedsiębiorstwa, które stanowią źródła finansowania składników majątkowych zgromadzonych w tymże przedsiębiorstwie”¹⁴. Przyjęcie tej definicji skutkuje jednak powstaniem problemów związanych z występowaniem różnych standardów rachunkowości na świecie. Parafrazując wywód autorki, w anglosaskim rozumieniu kapitał wyraża się przez wartość aktywów netto, czyli sumę zasobów majątkowych, pozostałych po wywiązaniu się z zobowiązań. „Takie rozwiązanie w myśl ustawy o rachunkowości tożsame jest z pojęciem kapitału własnego i pomija elementu bilansu odpowiadające kapitałom obcym”¹⁵. Kolejną wadę tego podejścia wskazuje J. Grzywacz, wyrażając pogląd, że pomija się wówczas obiektywny charakter kapitału wyrażający się w ruchu środków pieniężnych, przebiegającym niezależnie od zasad ewidencjonowania”¹⁶.

J. Iwin-Garżyńska postuluje, by pojęcie kapitału rozpatrywać zarówno w ujęciu teoretycznym, jak i praktycznym. W pierwszym można uznać kapitał za „kategorię ekonomiczną, odpowiadającą wartości mającej zdolność do wzrostu, natomiast w sensie praktycznym - jako zasoby służące do procesu produkcji i wymiany”¹⁷. Od strony analizy sprawozdania finansowego oznacza to,

¹² G. Michalczyk, *Struktura kapitału przedsiębiorstwa – spojrzenie z perspektywy kapitału intelektualnego*, (w:) *Dylematy kształtowania struktury kapitału w przedsiębiorstwie*, red. J. Ostaszewski, SGH, Warszawa 2009, s. 317.

¹³ J. Grzywacz, *Kapitał w przedsiębiorstwie...*, op. cit., s. 14.

¹⁴ A. Motylska-Kuźma, *Zarządzanie finansami...*, op. cit., s. 13, por. W. Gos, *Kapitał oraz finansowanie działalności gospodarczej*, Diffin, Warszawa 2012, s. 10.

¹⁵ A. Motylska-Kuźma, *Zarządzanie finansami...*, op. cit., s. 14.

¹⁶ J. Grzywacz, *Kapitał w przedsiębiorstwie...*, op. cit., s. 12.

¹⁷ J. Grzywacz, *Kapitał w przedsiębiorstwie...*, op. cit., s. 11, por. J. Iwin-Garżyńska, *Struktura finansowania a struktura kapitału*, (w:) *Wybrane zagadnienia finansów przedsiębiorstw*, red. A. Adamczyk, Warszawa 2009, s. 54.

że przez „kapitał zainwestowany w przedsiębiorstwie należy rozumieć zobowiązania, od których płacone jest oprocentowanie (*interest-bearing debt*) i kapitał własny (*equity*)”¹⁸.

W literaturze podnoszona jest konieczność rozdzielenia między źródłami kapitału a źródłami finansowania. Wynika to z faktu, że zdarza się przyjmować te dwa pojęcia jako synonimy i upraszczać, że „kapitałem przedsiębiorstwa nazywa się źródła finansowania majątku”¹⁹. Wyrażeń tych nie należy używać zamiennie i utożsamiać ze sobą, ponieważ „pozyskiwanie środków finansowych na finansowanie działalności przedsiębiorstwa to pojęcie szersze niż zdobywanie kapitału”²⁰. Zbiór pozycji tworzących źródła kapitału będzie zawsze zawierał się w zbiorze pozycji tworzących źródła finansowania. Rozumowanie przeciwne nie jest prawdziwe ze względu na fakt, że „nie każde źródło finansowania jest kapitałem (np. leasing)”²¹. Z operacją dotyczącą źródeł finansowania będziemy mieli do czynienia zawsze w sytuacji gdy zmniejszymy aktywa lub zwiększymy pasywa w bilansie przedsiębiorstwa²².

Z praktycznego punktu widzenia najważniejszym jest umiejętność odróżniania i prawidłowej klasyfikacji źródeł pozyskania kapitału i źródeł finansowania. Te drugie posiadają czysto pieniężny charakter „stąd ich zestawienie znajduje się w rachunku przepływów pieniężnych”²³. Do analizy źródeł pozyskania kapitału przydatnym sprawozdaniem jest bilans przedsiębiorstwa, z którego odczytamy ich strukturę²⁴.

Istnieje wiele możliwości podziału źródeł kapitału w zależności od wybranego kryterium. Ważnym jest zaznaczenie, że „przedsiębiorstwa finansują swój majątek kapitałami różnego pochodzenia i udostępnionymi na różnych zasadach”²⁵. W wielu przypadkach fakt ten sprawia, że analiza poszczególnych źródeł kapitału w konkretnym przedsiębiorstwie jest wieloaspektowa. W największym uproszczeniu kapitał może zostać pozyskany z jednej strony poprzez

¹⁸ A. Duliniec, *Struktura i koszt...*, op. cit., s. 16.

¹⁹ D. Krzezińska, *Finanse przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej, Poznań 2002, s. 32.

²⁰ A. Duliniec, *Struktura i koszt...*, op. cit., s. 35.

²¹ A. Motylska-Kuźma, *Zarządzanie finansami...*, op. cit., s. 28. *Autor odnosi się do instrumentu leasingu operacyjnego.*

²² *Ibidem*, s. 27.

²³ A. Motylska-Kuźma, *Zarządzanie finansami...*, op. cit., s. 28, por. W. Gos, *Kapitał oraz finansowanie działalności gospodarczej*, Diffin, Warszawa 2012, s. 23.

²⁴ A. Duliniec, *Struktura i koszt...*, op. cit., s. 35.

²⁵ S. Wrzosek, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego, Wrocław 2006, s. 82.

zadłużenie się lub z drugiej przez powiększenie kapitału własnego²⁶. Najczęściej spotykane w literaturze klasyfikacje źródeł kapitału w oparciu o odpowiednie kryteria przedstawia tabela 1. W praktyce klasyfikacje te nakładają się na siebie, gdyż zachodzą między nimi ściśle powiązania²⁷.

Tabela 1. Podział źródeł kapitału w oparciu o wybrane kryteria

Kryterium	Sposób podziału
Źródło pochodzenia kapitału	- kapitał wewnętrzny - kapitał zewnętrzny
Podmioty wnoszące kapitał do firmy	- kapitał własny (wniesiony przez właścicieli) - kapitał obcy (wniesiony przez wierzycieli)
Czas zaangażowania kapitału i okres wymagalności jego zwrotu	- kapitał krótkoterminowy - kapitał długoterminowy
Kierunek wykorzystania kapitału	- kapitał stały - kapitał obrotowy
Forma kapitału	- kapitał pieniężny - kapitał rzeczowy (zwany inaczej <i>aportem</i>)
Konieczność opłacania odsetek	- kapitał obcy oprocentowany - kapitał bezodsetkowy
Rodzaj działalności przedsiębiorstwa	- kapitał operacyjny (finansujący aktywa operacyjne netto) - kapitał nadwyżkowy (inwestowany w nieoperacyjne aktywa finansowe)
Otrzymane prawa	- kapitały własne - kapitały obce - kapitały pośrednie (hybrydowe)

Źródło: opracowanie własne.

W działalności firm kluczowym jest podział źródeł finansowania na kapitał własny i obcy²⁸. Ze względu na rozwój nowych, alternatywnych możliwości pozyskania kapitału w praktyce finansowej nabiera większego znaczenia ostatnie z przytoczonych kryteriów. Zarządzający przedsiębiorstwem mając na uwadze istotność obszaru, jakim jest optymalizacja struktury kapitału, powinni przed ich zdobyciem przeprowadzić analizę, które źródło będzie najbardziej dopasowane do ich potrzeb. Możliwe kryteria na podstawie których można

²⁶ M. Bojańczyk, *Finanse przedsiębiorstwa*, SGH, Warszawa 2012, s. 139.

²⁷ W. Dębski, *Teoretyczne i praktyczne aspekty zarządzania finansami przedsiębiorstwa*, PWN, Warszawa 2005, s. 387.

²⁸ P. J. Szczepankowski, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa: podstawy teoretyczne, przykłady i zadania*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania im. L. Koźmińskiego, Warszawa 2004, s. 90.

dokonać wyboru to „dostępność, koszty, elastyczność, efekt dźwigni finansowej, ryzyko obsługi”²⁹. W zależności od stopnia zaawansowania analizy można wykorzystać również takie kryteria jak: tempo wzrostu przedsiębiorstwa, charakter i struktura aktywów, dochodowość firmy i stabilność zysków, charakter produkcji, kwestia opodatkowania, płynność finansowa, rozmiar przedsiębiorstwa i jego wartość, cele działalności firmy”³⁰.

Tradycyjne źródła pozyskania kapitału w postaci kapitału własnego i obcego

Kapitał własny jest podstawą funkcjonowania jakiegokolwiek przedsiębiorstwa. A. Motylska-Kuźma w swoim poglądzie podkreśla zarówno jego prawny, jak i funkcjonalny aspekt twierdząc, że „jest to nie tylko wymóg prawny w stosunku do niektórych form organizacyjnych, jak spółki z ograniczoną odpowiedzialnością czy spółki akcyjne, ale przede wszystkim warunek niezbędny do rozpoczęcia jakichkolwiek działań”³¹. W ustawie o rachunkowości definiowany jest przez pojęcie *aktywów netto* i matematycznie stanowi różnicę między odpowiednimi pozycjami bilansowymi. Ustawa definiuje aktywa netto (a tym samym kapitały własne) jako „aktywa jednostki pomniejszone o zobowiązania”³². W przeciwieństwie do pojęcia *kapitału*, w przypadku *kapitału własnego* nie występują różnice w zależności od przyjętych standardów rachunkowości. Tym samym w Międzynarodowych Standardach Sprawozdawczości Finansowej „kapitał własny to udział w aktywach jednostki pozostały po odjęciu wszystkich jej zobowiązań”³³.

Ta forma kapitału może zostać odróżniona od innych przy wykorzystaniu kilku określeń. Po przeglądzie literatury za najczęściej powtarzające się uznano: 1) długoterminowość, 2) stabilność, 3) bezwrotność oraz 4) możliwość udziału w zyskach przedsiębiorstwa. Na pierwsze dwie cechy uwagę zwraca J. Grzywacz, podając, że „kapitał własny jest zaangażowany w funkcjonowanie przedsiębiorstwa długoterminowo, słusznie zatem uznawany jest za najbardziej stabilne źródło finansowania”³⁴. Warto w powyższym zdaniu podkreślić pewną cechę kapitałów, dzięki której można porównywać je w waż-

²⁹ P. J. Szczepankowski, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa...*, op. cit., s. 92.

³⁰ Ibidem.

³¹ A. Motylska-Kuźma, *Zarządzanie finansami...*, op. cit., s.16.

³² Ustawa z dnia 29 września 1994r. o rachunkowości (Dz. U. z 1994r. Nr 121, poz. 591 z późn. zm.), art. 3 ust. 1 pkt 29.

³³ International Accounting Standards Board (IASB), *Założenia koncepcyjne sprawozdawczości finansowej*, w: *Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej MSSF, IFRS Foundation*, SKwP, Warszawa 2011, paragraf 4.4.

³⁴ J. Grzywacz, *Kapitał w przedsiębiorstwie...*, op. cit., s.16.

nym aspekcie. Mianowicie, że wraz z wydłużeniem (innymi słowy spadkiem wymagalności) zaangażowania kapitałów, wzrasta ich stabilność. Jest to istotna cecha kapitału własnego, ponieważ „w miarę wzrostu jego udziału w całości kapitału będącego w dyspozycji przedsiębiorstwa rośnie jego wiarygodność kredytowa, czyli zmniejsza się ryzyko jego finansowania przez wierzycieli”³⁵.

Trzecia cecha, czyli bezzwrotność wskazuje, iż zasób ten jest nieodłączną częścią, warunkiem niezbędnym, by można było mówić o istnieniu podmiotu gospodarczego. Potwierdza to P. Gołasa, stwierdzając, że „co do zasady, kapitał własny nie może być wycofany z przedsiębiorstwa dopóki ono funkcjonuje”³⁶.

Ostatnia cecha, jaką jest możliwość udziału w zyskach można uznać za szczególnego rodzaju rekompensatę. Wynika to z braku regularnie wypłacanych odsetek z tytułu kapitału oraz zwiększone ryzyko, związane z dłuższym, niż w przypadku innych rodzajów kapitałów horyzontem zaangażowania zasobów. Z drugiej strony należy jednak podkreślić, że mowa jest tutaj o *możliwości* udziału w zyskach, a nie faktycznej partycypacji w nich. Zaznacza to S. Wrzosek, informując, że dawca kapitału własnego „nie otrzymuje gwarancji wynagradzania za powierzenie kapitału (zwrotu kosztu kapitału i ewentualnych dodatkowych korzyści)”³⁷.

W celu powstania lub powiększenia zasobu jakim jest kapitał własny, konieczne jest określenie źródeł (strumieni) z których kapitał ten może zostać pozyskany. Może pochodzić on „ze źródeł wewnętrznych (zatrzymanie części lub całości wypracowanego przez przedsiębiorstwo zysku) oraz ze źródeł zewnętrznych (wpływy z emisji akcji lub powiększania udziałów)”³⁸. A. Duliniec wskazuje, że do źródeł zewnętrznych zaliczyć można również pewne specyficzne źródło jakim jest *private equity* oraz *venture capital*³⁹.

Zatrzymanie zysku jest jedyną możliwością pozyskania kapitału ze źródeł wewnętrznych. W literaturze można spotkać stanowisko, że nazywa się je również *samofinansowaniem*. Jeśli zarządzający przedsiębiorstwem chcą posłużyć się tym strumieniem do zasilenia kapitału własnego, muszą zostać spełnione dwa warunki, które opisuje A. Motylska-Kuźma⁴⁰. Zaliczamy do nich wystąpienie dodatniego wyniku finansowego oraz odpowiednia decyzja zarządzających

³⁵ W. Dębski, *Teoretyczne i praktyczne...*, op. cit., s. 383.

³⁶ P. Gołasa, *Finanse: instytucje, instrumenty, podmioty, rynki, regulacje*, red. M. Podstawka, PWN, Warszawa 2017, s. 671-672.

³⁷ S. Wrzosek, *Zarządzanie...*, op. cit., s. 82.

³⁸ A. Duliniec, *Finansowanie przedsiębiorstwa: strategie i instrumenty*, PWE, Warszawa 2011, s. 37.

³⁹ Ibidem.

⁴⁰ A. Motylska-Kuźma, *Zarządzanie finansami...*, op. cit., s. 30.

w sprawie przeznaczenia wypracowanego zysku na podwyższenie kapitału własnego. Na drugi czynnik wpływ może mieć szereg zmiennych, m.in. „regulacje prawne wpływające na podział zysku, rentowność planowanych przedsięwzięć inwestycyjnych, płynność finansowa przedsiębiorstwa”⁴¹.

Pierwszym z zewnętrznych źródeł pozyskania kapitału jest emisja akcji. P. J. Szczepankowski podkreśla jej powszechne wykorzystanie, pisząc, że „emisje akcji stanowią jedną z podstawowych form pozyskiwania kapitału własnego”⁴². Prawnie czynność tą reguluje Kodeks spółek handlowych⁴³. Przedmiotem emisji jest pewien szczególny rodzaj papieru wartościowego zwany *akcją*. „Akcja stanowi tytuł własności i jest częścią kapitału własnościowego”⁴⁴. Emisja akcji jest czynnością sformalizowaną i dokonuje się za przyjęciem uchwały walnego zgromadzenia akcjonariuszy. Inną możliwością jest wydanie decyzji przez zarząd. „Emisję kończy rejestracja w sądzie rejestrowym”⁴⁵. Przedsiębiorstwo decydujące się na emisję akcji może skorzystać z trzech prawnie przewidzianych trybów:

- subskrypcji zamkniętej (akcje oferowane wyłącznie akcjonariuszom z prawem poboru),
- subskrypcji otwartej (akcje oferowane akcjonariuszom bez prawa poboru),
- subskrypcji prywatnej (akcje oferowane są konkretnym osobom)⁴⁶.

Możliwość pozyskania kapitału z tego źródła w różnych okolicznościach potwierdza fakt, że „emisja akcji może odbywać się zarówno na rynku prywatnym, jak i publicznym: giełdowym i pozagiełdowym”⁴⁷.

Procedura pozyskania kapitału na rynku publicznym jest procedurą złożoną oraz skomplikowaną. Zaliczamy do niej spełnienie wielu kryteriów oraz przejście kilku stosunkowo czasochłonnych etapów, takich jak zdefiniowanie warunków emisji, przygotowanie materiałów informacyjnych (prospektu emisyjnego), pozytywna opinia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd oraz finalne nabycie akcji. „Istotne przy emisji akcji jest również przeprowadzenie analizy jej opłacalności w szczególności w kontekście kosztu, możliwości skorzystania z alternatywnego źródła kapitału, a także kosztu zaniechania, czyli utraconych korzyści”⁴⁸.

⁴¹ A. Motylska-Kuźma, *Zarządzanie finansami...*, op. cit., s. 30.

⁴² P. J. Szczepankowski, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa...*, op. cit., s. 99.

⁴³ Ustawa z dnia 15 września 2000r – Kodeks spółek handlowych, Dz. U. Nr 94 z 2000 r.

⁴⁴ D. Krzemińska, *Finanse przedsiębiorstwa*, op. cit., s. 46.

⁴⁵ P. J. Szczepankowski, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa...*, op. cit., s. 99.

⁴⁶ *Ibidem*.

⁴⁷ *Ibidem*.

⁴⁸ W. Dębski, *Teoretyczne i praktyczne...*, op. cit., s. 387.

W związku z koniecznością poniesienia znaczących kosztów różnego rodzaju na rynku giełdowym, przedsiębiorstwa mogą również rozważyć emisję na rynku pozagiełdowym. Ta opcja może być szczególnie atrakcyjna w przypadku małych i średnich przedsiębiorstw. Wynika to z faktu, że „koszty wejścia są niższe niż na rynku giełdowym, zaś obowiązki informacyjne przedsiębiorstwa są mniej restrykcyjne”⁴⁹. Jedną z form emisji na rynku pozagiełdowym jest crowdfunding udziałowy (*equity crowdfunding*),

Podmioty gospodarcze, które nie chcą lub nie mogą (konieczność funkcjonowania jako określony typ spółki – spółki akcyjnej) powiększyć kapitału własnego na drodze emisji, mogą zdecydować się na zwiększenie udziałów. Przedsiębiorstwa te „kapitał własny zewnętrzny pozyskują w drodze wpłat lub wkładów niepieniężnych i dopłat wnoszonych przez współników”⁵⁰. Często jednak zamiast jako alternatywa do emisji akcji, sposób ten rozważany jest zamiast pozyskania kapitałów obcych. Ten stan rzeczy podkreśla W. Bień tłumacząc, że sposób ten „jest alternatywą w stosunku do zaciągnięcia długoterminowych pożyczek lub kredytów”⁵¹.

Istnieje wiele powodów, dla których przedsiębiorstwo spotyka się z koniecznością zwiększenia udziałów. Z jednej strony mogą dotyczyć zdarzeń zewnętrznych, jak „usunięcie skutków deprecjacji kapitałów własnych spowodowanych inflacją”⁵². Z drugiej mogą wynikać zarówno z pozytywnych perspektyw rozwoju (wzrost kapitałów własnych oznacza wzrost wiarygodności finansowej), jak i negatywnych, np. „przewyciężenie rysującej się upadłości firmy, wskutek naruszenia płynności finansowej”⁵³.

Ostatnią możliwością pozyskania kapitału własnego ze źródeł zewnętrznych są fundusze *private equity* oraz *venture capital*. A. Dulinić zauważa, że „są to pojęcia, które trudno jednoznacznie i precyzyjnie zdefiniować”⁵⁴. Fundusze te mają jasno określony cel, którym jest „odsprzedaż posiadanych udziałów (akcji)”⁵⁵. Zbycie udziałów realizowane jest w momencie, kiedy ich wartość w danym horyzoncie czasowym znacząco wzrośnie. By ta okoliczność się zmaterializowała, zasoby funduszu lokuje się jedynie w podmioty gospodarcze, spełniające określone kryteria. Jak wskazuje J. Grzywacz „dotyczy, to przedsiębiorstw mających innowacyjny i rozwojowy charakter, pragnących

⁴⁹ J. Grzywacz, *Kapitał w przedsiębiorstwie...*, op. cit., s. 23.

⁵⁰ S. Wrzosek, *Zarządzanie...*, op. cit., s. 87.

⁵¹ W. Bień, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Diffin, Warszawa 2018, s. 157.

⁵² Ibidem.

⁵³ Ibidem.

⁵⁴ A. Dulinić, *Finansowanie przedsiębiorstwa...*, op. cit., s. 37.

⁵⁵ W. Bień, *Zarządzanie...*, op. cit., s. 157.

zrealizować interesujące inwestycje rozwojowe, obarczone jednak wysokim ryzykiem”⁵⁶. Najistotniejszym kryterium odróżniającym *venture capital* od *private equity* jest faza cyklu życia spółki, w której się znajduje. Tym samym „*venture capital* jest inwestowany we wczesne etapy rozwoju przedsiębiorstwa głównie innowacyjnych”⁵⁷.

W przypadku *private equity* zasoby lokowane są w bardziej ustabilizowane przedsiębiorstwa, gdzie celem pozyskania kapitału będzie głównie „finansowanie ekspansji i działań restrukturyzacyjnych, w tym także transakcji wykupów”⁵⁸.

W poszukiwaniu źródeł kapitału, które mają na celu doprowadzić do optymalnej ich struktury, przedsiębiorstwo napotyka na pewien istotny problem związany ze źródłami kapitału własnego. „Pewną właściwością kapitału własnego jest jego ograniczony zasób”⁵⁹. Skutkuje to analizowaniem możliwości pozyskania kapitału ze źródeł obcych.

J. Ostaszewski stwierdza, że w przypadku zaliczania danego kapitału do kapitału obcego „zaznacza się ogólna międzynarodowa tendencja, aby pojęciem tym obejmować wszelkie formy zadłużenia obciążone kosztem korzystania z tego kapitału”⁶⁰. W komentarzu tym uwidacznia się pierwsza cecha tego typu kapitału, jakim jest obciążenie oprocentowaniem. Ta „cena” za użytkowanie „wyrażona jest głównie w wysokości stopy procentowej”⁶¹. Jest to istotne, ponieważ wierzyciele udostępniający kapitał podejmują decyzję o ulokowaniu swoich zasobów w danym przedsiębiorstwie, mając „na uwadze możliwość do realizacji stopę zwrotu z takiej inwestycji”⁶².

Kolejną istotną cechą kapitału obcego jest zwrotność. Przedsiębiorstwo korzysta z tej formy kapitału, jednak nie otrzymuje jego na własność. Dodatkowo zwrot musi nastąpić w określonym terminie, tzw. terminie wymagalności. W przeciwnym wypadku „nieterminowego regulowania odsetek i rat kapitałowych dawca kapitału może żądać zapłaty odsetek karnych”⁶³. Nie jest to jednak jedyne zabezpieczenie. W sytuacji postawienia spółki w stan upadłości „roszczenia wierzycieli są zaspokajane przed roszczeniami właścicieli kapitału

⁵⁶ J. Grzywacz, *Kapitał w przedsiębiorstwie...*, op. cit., s. 22-24.

⁵⁷ A. Duliniec, *Finansowanie przedsiębiorstwa...*, op. cit., s. 38.

⁵⁸ Ibidem.

⁵⁹ J. Grzywacz, *Kapitał w przedsiębiorstwie...*, op. cit., s. 16.

⁶⁰ J. Ostaszewski, *Źródła pozyskiwania kapitału przez spółkę akcyjną*, Diffin, Warszawa 2000, s. 17.

⁶¹ J. Grzywacz, *Kapitał w przedsiębiorstwie...*, op. cit., s. 28-29.

⁶² A. Duliniec, *Finansowanie przedsiębiorstwa...*, op. cit., s. 37.

⁶³ A. Motylska-Kuźma, *Zarządzanie finansami...*, op. cit., s. 18.

własnego”⁶⁴. J. Grzywacz porównuje kapitał własny z kapitałem obcym, wykazując kilka zalet tego drugiego, m.in. elastyczność, możliwość wykorzystania dźwigni finansowej oraz realizacja inwestycji, które w innych warunkach nie byłyby możliwe, bo przekraczają poziom kapitałów własnych⁶⁵. Ta forma kapitału nie jest jednak pozbawiona potencjalnych wad. Dwie najważniejsze z nich to konieczność zabezpieczenia środków oraz zwiększone ryzyko finansowe. Dodatkowo „wierzyciele nie mają prawa głosu w sprawach przedsiębiorstwa”⁶⁶. Nie zmienia to jednak faktu, że mogą mieć wpływ, na co są przeznaczane środki przez nich powierzone.

W przeciwieństwie do kapitału własnego, który pozyskiwany był zarówno ze źródeł zewnętrznych i wewnętrznych, „kapitał obcy jest pozyskiwany przez przedsiębiorstwo ze źródeł zewnętrznych”⁶⁷. Najczęściej źródła te utożsamiane są z zaciąganiem kredytu bankowego lub emisją dłużnych papierów wartościowych. A. Duliniec zwraca uwagę, że możemy też zaliczyć do nich leasing finansowy⁶⁸. Istotnym jest również zaznaczenie, że zobowiązania operacyjne, dotacje oraz „operacje na aktywach przedsiębiorstwa, jak umarzanie środków trwałych, zmiana aktywów rzeczowych i finansowych na środki pieniężne itp.”⁶⁹ nie będą stanowiły źródeł kapitału obcego.

Po analizie, potwierdzającej odpowiednią kondycję finansową firmy ma ona do dyspozycji bogatą ofertę produktów kredytowych. Jak podkreśla J. Grzywacz „rodzaje kredytów udzielanych przedsiębiorstwom wynikają przede wszystkim z konieczności dostosowania ich do potrzeb tych jednostek”⁷⁰. Najczęściej spotykane są kredyty obrotowe i inwestycyjne. S. Wrzosek zauważa, że kredyt i jego „oprocentowanie bywa relatywnie wysokie”⁷¹.

Alternatywę dla kredytu stanowią dłużne papiery wartościowe. Będą one częściej wybieranym instrumentem finansowym w krajach, w których rynek kapitałowy odgrywa ważniejszą rolę, niż instytucje bankowe. Najczęściej spotykaną formą tych instrumentów jest obligacja. „Obligacja jest to instrument finansowy, w którym strona krótka (emitent obligacji) jest dłużnikiem strony długiej (posiadacza obligacji, zwanego obligatariuszem) i zobowiązuje się do wykupu tej obligacji, polegającego na zapłaceniu wartości nominalnej obligacji oraz

⁶⁴ W. Dębski, *Teoretyczne i praktyczne...*, op. cit., s. 384.

⁶⁵ J. Grzywacz, *Kapitał w przedsiębiorstwie...*, op. cit., s. 28-29.

⁶⁶ A. Duliniec, *Struktura i koszt...*, op. cit., s. 29-32.

⁶⁷ Ibidem.

⁶⁸ A. Duliniec, *Finansowanie przedsiębiorstwa...*, op. cit., s. 38.

⁶⁹ Ibidem, s. 37.

⁷⁰ J. Grzywacz, *Kapitał w przedsiębiorstwie...*, op. cit., s. 29.

⁷¹ S. Wrzosek, *Zarządzanie...*, op. cit., s. 88.

(gdy występują) odsetek⁷². Ich najważniejszą cechą jest stabilność, co podkreśla W. Bień, opisując, że „pożyczki zaciągnięte za pomocą emisji obligacji stanowią najbardziej stabilne źródło pozyskiwania obcych kapitałów”⁷³. Podobnie jak kredyt, obligacje występują pod wieloma postaciami. Możemy je klasyfikować na wiele sposobów w zależności od przyjętych kryteriów, np. oprocentowania (stałe, zmienne), czy też emitenta obligacji (skarbowe, komunalne, przedsiębiorstw, banków). W porównaniu do innych instrumentów posiadają liczne zalety, takie jak: polepszenie struktury bilansu, minimalizacja średnio-ważonego kosztu kapitału, elastyczność oraz pozyskanie środków od sporej grupy potencjalnych wierzycieli⁷⁴.

Obligacje nie są pozbawione wad. Do najczęściej wymienianych należą: znaczna ilość przepisów wpływających na przebieg emisji oraz, „niepewność prowadzenia programu szczególnie w sytuacji, gdy emitent nie zawarł umowy gwarancji sprzedaży”⁷⁵. Do innych dłużnych papierów wartościowych można w szczególności, oprócz obligacji, zaliczyć bony pieniężne/komercyjne.

Źródłem kapitału obcego jest *leasing finansowy*. W praktyce „polega na udostępnieniu leasingobiorcy przez leasingodawcę środka trwałego na okres co najmniej zbliżony do okresu ekonomicznie i technicznie uzasadnionego użytkowania takiego środka”⁷⁶. Do źródeł tych nie zalicza się jednak *leasingu operacyjnego*. Wynika to z jego charakteru oraz operacji bilansowych. W tym przypadku środki leasingowane nie są wykazywane jako składnik majątku leasingobiorcy. Od strony analizy porównawczej źródło pozyskania kapitału może być rozpatrywane jako alternatywa kredytu. Innymi zaletami są: uproszczona procedura badania zdolności kredytowej oraz elastyczność kształtowania płatności rat leasingowych. Do wad leasingu finansowego zalicza się, m.in. „ograniczenia w zakresie kształtowania okresu finansowania i wysokości wartości resztowej”⁷⁷.

Źródła kapitału hybrydowego/mieszanego

Oprócz tradycyjnych źródeł, możliwości pozyskania kapitału zapewniają źródła kapitału hybrydowego. W najszerszym możliwym znaczeniu kapitał hybrydowy, to kapitał, który „posiada zarówno cechy kapitału obcego, jak i kapi-

⁷² K. Jajuga, *Inwestycje*, PWN, Warszawa 2006, s. 27.

⁷³ W. Bień, *Zarządzanie...*, op. cit., s. 162.

⁷⁴ J. Grzywacz, *Kapitał w przedsiębiorstwie...*, op. cit., s. 43-46.

⁷⁵ Ibidem.

⁷⁶ S. Wrzosek, *Zarządzanie...*, op. cit., s. 89.

⁷⁷ *Świat...*, op. cit., s. 163.

tału własnego”⁷⁸. Analizując pojęcie kapitału hybrydowego często spotykanym terminem jest słowo *mezzanine*. Jak zauważa J. Grzywacz „pojęcie kapitału *mezzanine* nie znajduje jednorodnej definicji w teorii finansów, nie jest też zdefiniowane w zakresie prawnym”⁷⁹. Z tego powodu, można przyjąć, że uzasadnionym jest używać tych pojęć jako synonimów. Również w praktyce gospodarczej pojęcie kapitału *mezzanine* „używane jest do określenia różnych hybrydowych form finansowania”⁸⁰.

Etymologia samego znaczenia *mezzanine* intuicyjnie pomaga odpowiednio sklasyfikować je w strukturze źródeł pozyskania kapitału. Pochodzi ono bowiem od włoskiego słowa *mezzanino*. Jest to „półpiętro, niska kondygnacja międzyparterowa”⁸¹ i pochodzi od innego włoskiego słowa *mezzano*, oznaczającego „środkowy”.

Literatura anglojęzyczna kapitał *mezzanine* odnosi głównie do poziomu w strukturze kapitału firmy, pomiędzy kapitałem obcym a kapitałem własnym, podobnie jak używa się tego słowa w architekturze⁸². Oznacza to, że zaliczane są tutaj te wszystkie instrumenty finansowe, których nie można w pełni przyporządkować zarówno do kapitału własnego, jak kapitału obcego, a które będą posiadać cechy tych dwóch rodzajów kapitałów.

Kapitał hybrydowy posiada cztery główne cechy wspólne dla wszystkich jego form, które opisuje J. Grzywacz. Są to: 1) podporządkowany charakter zobowiązania, 2) możliwość odroczenia podatkowego, 3) ograniczony termin oraz 4) elastyczność⁸³.

Pierwsza cecha jest skutkiem umiejscowienia tych kapitałów w hierarchii źródeł ich pozyskania. Nie są one udostępniane przedsiębiorstwu bezterminowo, jednak w przypadku upadłości kapitał hybrydowy spłacany jest po „zaspokojeniu roszczeń pełnoprawnych wierzycieli (*senior debt*)”⁸⁴. Po drugie, odsetki od tego kapitału, klasyfikowane jako koszt finansowy, przyczyniają się do obniżenia podstawy opodatkowania. Ograniczony termin związany jest z faktem, że termin zapadalności długu *mezzanine* wynosi zazwyczaj 5 lat lub dłużej i często zależy od terminów zapadalności innych kapitałów obcych

⁷⁸ A. Duliniec, *Struktura i koszt...*, op. cit., s. 32.

⁷⁹ J. Grzywacz, *Kapitał w przedsiębiorstwie...*, op. cit., s. 50.

⁸⁰ Ibidem.

⁸¹ *Słownik terminologiczny sztuk pięknych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 257.

⁸² A. D. Robinson, I. Fert, M. A. Brod, *Mezzanine Finance: Overview*, Practical Law Company, USA 2011, s. 1.

⁸³ J. Grzywacz, *Kapitał w przedsiębiorstwie...*, op. cit., s. 57.

⁸⁴ Ibidem, s. 58-59.

w strukturze kapitałowej emitenta⁸⁵. Natomiast elastyczność wynika z możliwości dużego dopasowania instrumentów hybrydowych do potrzeb przedsiębiorstwa. Podkreśla to J. Grzywacz, zauważając, że „instrumenty mezzanine wykazują duże zróżnicowanie ze względu na wartość, termin, stopę zwrotu czy formę wynagrodzenia inwestora”⁸⁶.

Za cechą wspólną tych instrumentów można uznać również umiejscowienie w strukturze kapitału. Wynika to z faktu, że produkty te oferują profil ryzyka do stopy zwrotu, leżący pomiędzy kapitałem własnym a kapitałem obcym⁸⁷.

To źródło pozyskania kapitału, ze względu na jego charakterystyczne cechy, spotyka się z zainteresowaniem pewnych grup interesariuszy. Są to w większości prywatni emitenci, którym brakuje płynnego dostępu do kapitału, ze względu na wysoką dźwignię, warunki rynkowe lub dlatego, że nie chcą lub nie mogą rozwinąć swoich obecnych udziałów⁸⁸. Najczęściej pozyskiwany jest w branży nieruchomości i w obszarze transakcji funduszy, np. *private equity*. Korzystają z niego firmy, które posiadają nadwyżki środków pieniężnych, by sfinansować dalszy rozwój przez ekspansję, przejęcia, rekapitalizacje i wykupy menedżerskie lub lewarowane⁸⁹.

Przedsiębiorstwa mają do wyboru wiele instrumentów, by móc pozyskać kapitał ze źródeł hybrydowych. Jak zauważa J. Ostaszewski, są one „w szczególności kombinacją instrumentów tradycyjnych z derywatami (opcje, swapy, interest rate agreement, transakcje forward i futures)”⁹⁰. Jeżeli dany instrument będzie miał więcej cech wspólnych z kapitałem własnym, zaliczymy go do grupy *equity mezzanine*. W przypadku ściślejszego utożsamienia z kapitałem obcym nazwiemy je *debt mezzanine*. Najpopularniejszymi instrumentami, bliższymi pierwszej grupie będą akcje uprzywilejowane oraz obligacje zamienne na akcje. Do drugiej grupy z kolei zaliczymy w szczególności pożyczkę podporządkowaną.

Do pozostałych instrumentów z tej grupy, z których może skorzystać przedsiębiorstwo zaliczymy: pożyczkę sprzedającego, pożyczkę dającą udział w zysku, typowe ciche udziały, pożyczkę właściciela, nietypowe ciche udziały, czy prawa do udziału w zyskach⁹¹.

⁸⁵ A. D. Robinson, I. Fert, M. A. Brod, *Mezzanine...*, op. cit., s. 2.

⁸⁶ J. Grzywacz, *Kapitał w przedsiębiorstwie...*, op. cit., s. 58-59.

⁸⁷ C. Silberangel, D. Vaitkunas, *Mezzanine Finance*, Bond Capital Mezzanine Inc., Canada 2012, s. 2.

⁸⁸ A. D. Robinson, I. Fert, M. A. Brod, *Mezzanine...*, op. cit., s. 2.

⁸⁹ C. Silberangel, D. Vaitkunas, *Mezzanine...*, op. cit., s. 2.

⁹⁰ J. Ostaszewski, *Źródła pozyskiwania kapitału...*, op. cit., s. 20.

⁹¹ J. Grzywacz, *Kapitał w przedsiębiorstwie...*, op. cit., s. 60.

Istotnym instrumentem hybrydowym są również obligacje zamienne na akcje. Jest to instrument wybierany przeważnie w sytuacji, gdy akcje przedsiębiorstwa są niedowartościowane. Sytuacja ta nie jest optymalna do przeprowadzenia kolejnej emisji. Z drugiej strony spółka może nie być postrzegana przez wierzycieli jako dostatecznie wiarygodna do wywiązania się z zaciągniętych zobowiązań. Po walor ten sięgają często spółki charakteryzujące się wysokim potencjałem wzrostu.

Ich konstrukcja podobna jest do obligacji zwykłych: emitent zobowiązuje się do ich wykupu w ustalonym wcześniej terminie, a wierzyciel (jeżeli zostało to zawarte w konstrukcji obligacji) może być uprawniony do otrzymywania odsetek z ich tytułu.

Drugim elementem tego typu obligacji jest opcja. Jak tłumaczy S. Wrzosek „opcja to instrument finansowy z grupy pochodnych, ale także – w znaczeniu potocznym – możliwość wyboru”⁹². Dzięki niej dawca kapitału nabywa prawo do możliwości objęcia w przyszłości akcji spółki, co ważne po z góry ustalonej cenie. Jak zauważa A. Motylska-Kuźma „opcjonalność konwersji jest w tym przypadku często jednostronna”⁹³. Zależy bowiem od kształtowania się kursu akcji danej spółki. Ryzyko konwersji występuje jedynie w przypadku, kiedy bieżąca cena akcji jest wyższa niż wcześniej ustalona cena bazowa (zwana inaczej *ceną konwersji*). W odwrotnej sytuacji, konwersja byłaby korzystna dla przedsiębiorstwa. Jednak decydującym jest dawca kapitału i wykonując rachunek ekonomiczny nie dokona on konwersji, ponieważ naraziłby się na stratę.

Do głównych zalet tego instrumentu zaliczyć można ich koszt oraz elastyczność. Ich oprocentowanie jest niższe, niż obligacji zwykłych. Związane jest to z premią w stosunku do obligacji, ponieważ „obligacja zamienna stwarza jej posiadaczom szansę dodatkowego zysku”⁹⁴. Dodatkowo odsetki wypłacane od tych obligacji zaliczane są w ciężar kosztów finansowych. Zmniejszają tym samym podstawę opodatkowania. Elastyczność natomiast wynika z możliwości dopasowania warunków emisji obligacji do potrzeb przedsiębiorstwa. Umożliwia to sprawniejsze osiągnięcie celu, jakim jest optymalne ukształtowanie struktury kapitału. Do wad z kolei zalicza się w szczególności złożoność tego instrumentu, „zwłaszcza w zakresie wyceny, które powoduje, że zarówno spółka, jak i inwestor preferują instrumenty prostsze”⁹⁵.

⁹² S. Wrzosek, *Zarządzanie...*, op. cit., s. 92.

⁹³ A. Motylska-Kuźma, *Zarządzanie finansami...*, op. cit., s. 19.

⁹⁴ W. Bień, *Zarządzanie...*, op. cit., s. 163.

⁹⁵ J. Grzywacz, *Kapitał w przedsiębiorstwie...*, op. cit., s. 47-48.

Z drugiej strony, przedsiębiorstwo może skorzystać z instrumentów zbliżonych bardziej do kapitału obcego z elementami kapitału własnego, np. pożyczki podporządkowanej. Podrzędność dotyczy tutaj hierarchii kapitałów. W tym wypadku odnosi się to do kapitału obcego. Oznacza to, że pożyczka podporządkowana jest spłacana dopiero w momencie, kiedy zostaną zaspokojone roszczenia wierzycieli kapitału nadrzędnego. Hierarchia ta uwidacznia się również w postępowaniu upadłościowym, gdzie ma miejsce analogiczna sytuacja. Sytuacja opisana wyżej przedstawia tło bilansowo-rachunkowe tego instrumentu. Analizując jednak aspekt ekonomiczny walor ten traktowany jest jako kapitał własny. Wiąże się z tym jego gwarancyjna funkcja. Jest to korzystne, ponieważ „poprzez zaciągnięcie takiej pożyczki firma zwiększa swoją zdolność kredytową i możliwe jest zaciągnięcie dodatkowego długu”⁹⁶. Inną zaletą będzie również fakt, że przedsiębiorstwo nie jest zobligowane do wykazania kolejnych zabezpieczeń oraz wzrost płynności związany z dopasowaniem instrumentu do okresu finansowania.

Istota i rodzaje crowdfundingu

W literaturze nie ma jednej, powszechnie przyjętej definicji crowdfundingu. Jest to zjawisko, które kształtuje się obecnie, na naszych oczach⁹⁷.

Michael Sullivan, który pierwszy raz tłumaczy, że „finansowanie z tłumu” jest podstawą, od której wszystko zależy i na której jest zbudowane.⁹⁸ Termin ten jest neologizmem. Powstał on w wyniku złączenia dwóch słów, pochodzących z języka angielskiego: *crowd* oraz *funding*. W języku polskim tłumaczy się je kolejno jako: tłum oraz finansowanie. Najprostszą definicją zatem będzie opisowe przedstawienie interakcji tych dwóch słów składowych jako „gromadzenie środków finansowych z (internetowego) „tłumu”⁹⁹.

Wspólnym mianownikiem *crowdfundingu* jest duża ilość jednostek zaangażowanych w proces pozyskiwania środków finansowych. Kolejny cechą *crowdfundingu* jest wielkość pojedynczego wkładu. Platformy pośredniczące w procesie pozyskiwania środków, poprzez operowanie w Internecie mogą dotrzeć do nielimitowanej odgórnie liczby osób, ponieważ nie muszą przeciwstawiać się różnym ograniczeniom, m.in. geograficznym. Dlatego *crowdfun-*

⁹⁶ J. Grzywacz, *Kapitał w przedsiębiorstwie...*, op. cit., s. 60-61.

⁹⁷ K. Koziół-Nadolna, *Crowdfunding jako źródło finansowania innowacyjnych projektów*, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2015, nr 73, s. 672.

⁹⁸ M. Sullivan, *Crowdfunding*, <http://www.wordspsy.com/words/crowdfunding.asp>, 2006, dostęp: 16.04.2020.

⁹⁹ D. Dziuba, *Ekonomika crowdfundingu: zarys problematyki badawczej*, Diffin, Warszawa 2015, s. 9.

ding w dokumentach Unii Europejskiej przedstawiany jest jako otwarte zaproszenie skierowane do społeczeństwa¹⁰⁰.

Kompleksowa definicja, która jest często przywoływana przez autorów to rozumienie *crowdfundingu* przez Karola Króla, wiceprezesa Polskiego Towarzystwa Crowdfundingu. Tłumaczy ona, że jest to „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”¹⁰¹.

Z drugiej strony do korzystania z terminu *finansowanie społecznościowe* zachęca Polskie Towarzystwo Crowdfundingu. Wynika to z faktu, że „należy podkreślić istotę społeczności, otwartość i wiążącą się z nią transparentność zgłaszanego zapotrzebowania na kapitał”¹⁰². Dodatkowo D. Grodzka zauważa, że termin ten używany jest w języku polskim jako odpowiednik anglojęzycznego słowa *crowdfunding*¹⁰³. Z powyżej przedstawionych przesłanek można używać w dalszej części pracy tych dwóch pojęć zamiennie.

Finansowanie społecznościowe (*ang. Crowdfunding*) rozumiany będzie zatem jako „metoda gromadzenia wielu niewielkich wkładów za pośrednictwem internetowej platformy finansowania w celu finansowania lub kapitalizacji popularnego przedsiębiorstwa”¹⁰⁴.

Trzy cechy są fundamentem by twierdzić, że dany proces pozyskiwania kapitału będzie mógł być nazwany *crowdfundingiem*. Są to: otwartość, pozyskiwanie środków finansowych w oparciu o mikrowpłaty oraz brak zaangażowania pośredników.

W tradycyjnych metodach pozyskania kapitału występowanie wyspecjalizowanych instytucji finansowych jest konieczne w celu pośredniczenia między osobami, które kapitał posiadają, a tymi które kapitał ten chcą pozyskać. Jak charakteryzują to A. Schwienbacher i B. Larralde przedsiębiorcy ‘dotykają

¹⁰⁰ *Opinion of the European Economic and Social Committee on the communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions - Unleashing the potential of Crowdfunding in the European Union*, Official Journal of the European Union, Bruksela 2014, s. 2.

¹⁰¹ K. Król, *Crowdfunding. Od pomysłu do biznesu, dzięki społeczności*, Wydawnictwo crowdfunding.pl, Warszawa 2013, s.23

¹⁰² *Ibidem*, s. 16-17.

¹⁰³ D. Grodzka, *Finansowanie społecznościowe*, Wydawnictwo Sejmowe dla Biura Analiz Sejmowych, Warszawa 2016, s. 1.

¹⁰⁴ K. Gemra, *Crowdfunding pożyczkowy: szansa czy zagrożenie dla współczesnych przedsiębiorstw*, SGH, Warszawa 2019, s. 58.

tlumu', zbierając środki finansowe bezpośrednio od poszczególnych jednostek¹⁰⁵. Niektórzy autorzy wyróżniają również świadczenie zwrotne jako element definicji *crowdfunding*. Występują jednak rodzaje *crowdfunding*, które operują na zasadzie świadczenia bezzwrotnego, gdzie „środki finansowe są przekazywane w formie darowizny”¹⁰⁶. Z tego powodu uznano, że nie jest to warunek konieczny, by mówić o zjawisku finansowania społecznościowego.

Jedną z podstawowych decyzji jakie musi podjąć podmiot jest model w jakim środki finansowe zostaną zebrane. D. Dziuba zauważa, że „systemy *crowdfunding* najczęściej mają charakter uniwersalny i gromadzą środki finansowe niemal na dowolne cele”¹⁰⁷. W zależności jednak od charakteru przedsięwzięcia oraz potrzeb instytucji chcących pozyskać kapitał w procesie *crowdfunding* dostępne są, różne wyspecjalizowane jego rodzaje. Wyróżniamy cztery podstawowe modele, do których zaliczamy:

- model donacyjny (*donation based*),
- model pożyczkowy (*debt based*),
- model inwestycyjny (*equity based*),
- hybrydowy, łączący w sobie różne elementy pierwszych trzech odmian.

Model donacyjny, zwany jest również modelem charytatywnym. Jest to najczęściej występujący model finansowania społecznościowego. W formie tej można wyodrębnić dwie podkategorie w oparciu o kryterium nagradzania uczestników. Jest to model bez nagradzania uczestników (*non-rewards model*) oraz model z nagradzaniem uczestników (*reward-based model*). Jak zauważa K. Koziół-Nadolna „w tradycyjnym modelu donacyjnym uczestnicy nie są wynagradzani”¹⁰⁸.

W modelu pożyczkowym istotną cechą jest zwrotność, która jest również warunkiem udzielenia świadczenia w przypadku tradycyjnej pożyczki. W tym przypadku wyróżnić można dwa warianty: format pożyczek społecznych (*social lending*) oraz format mikropożyczek (*microfinance*). Najistotniejszą różnicą w stosunku do tradycyjnej pożyczki jest zawieranie transakcji „pomiędzy osobami fizycznymi poprzez serwisy internetowe, bez pośrednictwa tradycyjnych instytucji finansowych”¹⁰⁹.

¹⁰⁵ A. Schwienbacher, B. Larralde, *Crowdfunding...*, op. cit., s. 4.

¹⁰⁶ J. Pieniążek, *Finansowanie społecznościowe a nowe trendy w zachowaniach konsumenckich*, Instytut Lotnictwa, Warszawa 2014, s. 6.

¹⁰⁷ D. Dziuba, *Ekonomia crowdfundingu...*, op. cit., s. 16.

¹⁰⁸ K. Koziół-Nadolna, *Crowdfunding jako źródło...*, op. cit., s. 673-674.

¹⁰⁹ J. Małgorzata-Ziobrowska, *Crowdfunding jako nowoczesna forma wsparcia przedsięwzięć społecznych, kulturowych i biznesowych*, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2016, nr 81, s. 288.

Trzecią formą, jaką jest model inwestycyjny również posiada dwie podkategorie: model udziałowy oraz model dłużny. Wariant ten wybierany jest, kiedy przedsiębiorstwo szuka możliwości dokapitalizowania się. Pierwsza wersja zakłada emisję akcji. W drugim przypadku firma może skorzystać z pozyskania kapitału w formie emisji obligacji. Zjawisko crowdfundingu udziałowego, jako alternatywnej możliwości pozyskania kapitału zostanie szczegółowiej opisane w kolejnym podrozdziale.

Bardzo dynamiczny rozwój *crowdfundingu* prowadzi do powstawania coraz to nowych modeli¹¹⁰. Ich głównym zadaniem będzie lepsze dopasowanie możliwości jakie daje ta forma pozyskania środków finansowych do potrzeb instytucji, chcących korzystać z tego źródła. Dowodem tego są nowopowstałe, już funkcjonujące modele jak, np. finansowanie społecznościowe nieruchomości, czy finansowanie społecznościowe eksperymentów.

Crowdfunding udziałowy – istota, proces, regulacje

Zarządzający przedsiębiorstwem decydują się na skorzystanie z alternatywnych źródeł pozyskania kapitału w momencie, gdy tradycyjne źródła nie odpowiadają ich potrzebom. Udziałowe finansowanie społecznościowe (*ang. equity-based crowdfunding*) zwane również *crowdinvestingiem*, lub *crowdfundingiem* udziałowym, polega na wsparciu przedsiębiorstwa, w formie udostępnienia kapitału przez inwestorów, którzy jako świadczenie zwrotne, otrzymują „jednostki udziałowe w kapitale zakładowym spółki beneficjenta”¹¹¹. Proces ten doprowadza do stanu, w którym dawcy kapitału stają się jednocześnie współwłaścicielami danego przedsięwzięcia¹¹². P. Lorocho określa *crowdfunding* udziałowy, jako rozwinięcie modelu klasycznego w bardziej biznesowym kierunku, ponieważ proces ten odbywa się w formie publicznej emisji udziałów lub akcji¹¹³. A. Motylska-Kuźma sygnalizuje jednak, że sama emisja odbywa się pomijając tradycyjne instytucje rynku kapitałowego¹¹⁴. Transfer kapitału od kapitałodawców do kapitałobiorców umożliwiającą wyspecjalizowane platformy *crowdfundingowe*.

¹¹⁰ A. Motylska-Kuźma, *Zarządzanie finansami...*, op. cit., s. 92.

¹¹¹ A. Bartosiewicz, *Zasady opodatkowania finansowania społecznościowego*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2019, s. 53-54.

¹¹² K. Gemra, *Crowdfunding udziałowy, jako forma finansowania rozwoju przedsiębiorstwa*, „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie” 2019, nr 3, s. 50.

¹¹³ P. Lorocho, *Crowdfunding, w: Przedsiębiorczość startupowa*, Bank pomysłów dla polityków i samorządowców, Ministerstwo Spraw Zagranicznych, Warszawa 2017, s. 14-15.

¹¹⁴ A. Motylska-Kuźma, *Zarządzanie finansami...*, op. cit., s. 96.

W literaturze można spotkać pogląd, że *crowdinvesting* podobny jest do sposobu w jakim funkcjonują aniołowie biznesu oraz instytucje *venture capital*. Tam również „w zamian za wsparcie projektu odpowiednią sumą, stają się *de facto* współnikami firmy”¹¹⁵. Za jedną z istotnych różnic można uznać charakter łączenia się inwestorów z przedsiębiorstwem. A. Bartosiewicz dostrzega tę różnicę od strony praktycznej, ponieważ „to inwestor znajduje projekt, a nie twórca inwestora”¹¹⁶. Wynika to często z faktu, że inwestycja ma nie tylko charakter czysto finansowy, lecz również emocjonalny i związana być może, np. z chęcią wsparcia lokalnej społeczności.

Kapitał w procesie *crowdfunding* udziałowego pozyskiwany jest najczęściej przez przedsiębiorstwa, które znajdują się we wczesnym etapie rozwoju. Związane jest to z występującymi niedoborami kapitału w tej fazie cyklu życia. Jedną z przyczyn jest trudność w pozyskaniu kapitału ze źródeł obcych, ze względu na konieczność posiadania zdolności kredytowej. Emisja akcji w formie *crowdfunding* rozwiązuje ten problem, umożliwiając „pozyskiwanie kapitału początkowego na rozruch firmy bądź przedsięwzięcia”¹¹⁷. Innym możliwym powodem jest niechęć do oddawania kontroli nad przedsiębiorstwem. Jak zauważa P. Loroach „założyciele-pomysłodawcy nie zawsze mają ochotę zapraszać do spółki inwestora, który za relatywnie niewielkie finansowanie zwykle oczekuje dużego pakietu udziałów i fotela w zarządzie”¹¹⁸. K. Gemra wyróżnia trzy grupy podmiotów, które mogą być zainteresowane tym rodzajem *crowdfunding*. Zalicza do nich: 1) pionierów (spółki wysokiego ryzyka, np. startupy) z nowatorskimi produktami/usługami, 2) lokalne biznesy posiadające zintegrowaną społeczność oraz 3) rozwinięte spółki o ugruntowanej pozycji rynkowej¹¹⁹. Każda z grup cechuje się odmiennymi motywacjami inwestorów, jak i spółek. W przypadku pierwszej z nich najistotniejsza będzie stopa zwrotu z inwestycji. W drugiej grupie lokowanie kapitału ma nie tylko finansowy, ale również emocjonalny charakter. Z kolei przedsiębiorcy z ostatniego obszaru zainteresowani będą najbardziej walidacją firmy i określeniem potencjalnego popytu na ich produkty. W tym miejscu należy podkreślić, że pojedynczy inwestor przekazuje kapitał o stosunkowo niewielkiej wartości, w porównaniu z innymi tradycyjnymi modelami. Implikuje to, że nie każdy rodzaj przedsiębiorstwa

¹¹⁵ J. Pieniążek, *Finansowanie...*, op. cit., s. 8.

¹¹⁶ A. Bartosiewicz, *Zasady...*, op. cit., s. 53-54.

¹¹⁷ D. Dziuba, *Ekonomika crowdfundingu...*, op. cit., s. 66.

¹¹⁸ P. Loroach, *Crowdfunding...*, op. cit., s. 14-15.

¹¹⁹ K. Gemra, *Crowdfunding udziałowy...*, op. cit., s. 51-52.

będzie nim zainteresowany. Dlatego „ten typ *crowdfunding*u nie jest przeznaczony do finansowania zaawansowanych, kapitałochłonnych projektów”¹²⁰.

Proces pozyskania kapitału w formie *crowdfunding*u udziałowego nie jest skomplikowany. Można dokonać jednak jego podziału na poszczególne etapy. K. Gemra proponuje sześć-etapowy model, na który składają się: 1) wybór platformy *crowdfunding*owej i zgłoszenie projektu, 2) przeprowadzenie kampanii promocyjnej, 3) zamknięcie kampanii, 4) budowanie relacji potransakcyjnych, 5) pozyskanie kolejnego finansowania oraz 6) wyjście inwestorów biorących udział w *crowdfunding*u¹²¹.

Na platformie przedsiębiorcy powinni zamieścić informacje, które pozwolą uzyskać inwestorom odpowiedź na pytanie, czy inwestycja w dane przedsięwzięcie będzie przynosić korzyści w przyszłości. Zaliczmy do nich oprócz podstawowych informacji o samym przedsiębiorstwie, „informacje finansowe, opis czynników ryzyka, plan biznesowy, analizę rynku oraz dokumenty korporacyjne”¹²². K. Król zwraca uwagę jednak, że wymagania dotyczące kompleksowości informacji zależą od wybranej platformy oraz często, od obowiązującego, lokalnego prawa¹²³.

Warto podkreślić, że zamknięcie kampanii na platformie i pozyskanie kapitału nie jest tożsame z końcem procesu. Działania podejmowane przez przedsiębiorstwo po zakończonej transakcji powinny dążyć do zapewnienia inwestorów, że podjęli właściwą decyzję lokując kapitał w dane przedsięwzięcie. W przyszłości mogą tworzyć oni cenną grupę, ponieważ „należy liczyć się z tym, że nie będzie to jedyne źródło finansowania przedsiębiorstwa, zatem można spodziewać się kolejnych emisji”¹²⁴.

Jeszcze stosunkowo do niedawna *crowdfunding* udziałowy nie był zjawiskiem prawnie regulowanym. B. Allesandro wysuwa hipotezę, że funkcjonowanie *crowdinvestingu* w szarej strefie, dzięki wykorzystaniu luk prawnych doprowadziło do jego sporego rozprzestrzenienia się¹²⁵. Pierwszy akt normatywny o nazwie *Jumpstart Our Business Startups Act*¹²⁶ został podpisany 5 kwietnia 2012 przez Prezydenta Baracka Obamę. Szczegółowe przepisy dot.

¹²⁰ K. Gemra, *Crowdfunding udziałowy...*, op. cit., s. 51.

¹²¹ Ibidem, s. 52.

¹²² J. Mazurek, *Finansowanie społecznościowe...*, op. cit., s. 25.

¹²³ K. Król, *Crowdfunding...*, op. cit., s. 83.

¹²⁴ K. Gemra, *Crowdfunding udziałowy...*, op. cit., s. 53.

¹²⁵ B. Alessandro, *Crowdfunding: podręcznik*, CeDeWu.pl, Warszawa 2016, s. 46.

¹²⁶ JOBS Act, Jumpstart Our Business Startups, H. R. 3606 (12th), March 28, 2012, Congress of the United States of America, <https://govtrack.us/congress/bills/112/hr3606/text>, dostęp: 25.04.2020.

wyżej opisywanego zjawiska znajdują się w tytule III ustawy o nazwie *Crowdfund Act*. Regulacja ta określiła m.in. obowiązki pośrednika (platformy) i emitenta udziałów. Co najważniejsze jednak, umożliwiła przedsiębiorstwu pozyskanie kwoty w drodze kampanii *crowdfunding* udziałowego do 1 miliona USD w okresie jednego roku, celem podwyższenia kapitału bez konieczności uzyskania zgody Komisji Papierów Wartościowych i Giełd. Na pełną implementację regulacji trzeba było poczekać jednak jeszcze 4 lata. A. Kędzierska-Szczepaniak opisuje, że instytucja ta wdrożyła zasady opisane w tytule III ustawy dopiero w maju 2016 roku¹²⁷.

W przypadku Unii Europejskiej również dostrzec można działania dążące do harmonizacji i uporządkowania regulacji prawnych. W dokumencie rozpoczynającym konsultacje dostrzeżono w szczególności pozytywny wpływ, w jakim *crowdfunding* może pomóc małym i średnim przedsiębiorstwom w wypełnieniu luki kapitałowej¹²⁸. ECN (*European Crowdfunding Network*) ogłosiła w 2019 roku, że kompromis pomiędzy Parlamentem Europejskim, a Radą Europy w kwestii harmonizacji unijnego prawa został osiągnięty. Oznacza to, że w najbliższej przyszłości zostaną przyjęte propozycje w trzech obszarach. Są nimi: 1) zestaw zasad, umożliwiający pozyskanie z kampanii *crowdfundingowej* w UE środków do 5 milionów EUR, 2) ścisłe zasady dot. ochrony inwestorów przez stratami finansowymi oraz 3) ustalenie wewnętrznej odpowiedzialności państw członkowskich w kwestii autoryzacji i nadzoru nad pośrednikami¹²⁹. ECN przewiduje, że nowe prawo zacznie obowiązywać od 2021 roku.

W Polsce nie przyjęto dotychczas regulacji, które w kompleksowy sposób odnosiłyby się do procesu finansowania społecznościowego. A. Kędzierska-Szczepaniak zwraca uwagę, że obowiązujące przepisy są skomplikowane i mogą stanowić barierę zarówno dla potencjalnych inwestorów oraz pomysłodawców¹³⁰. Za pierwszy krok w legalizacji procesu można uznać zmianę w Kodeksie Spółek Handlowych w kwietniu 2016 roku, art. 180 § 2¹³¹. Dopuszczył on możliwość zbycia udziałów w formie cyfrowej. Do tamtej pory konieczne było uzyskanie poświadczenia notarialnego oraz zbycia udziałów pisemnie.

¹²⁷ A. Kędzierska-Szczepaniak, *Perspektywy rozwoju crowdfundingu udziałowego w Polsce*, Uniwersytet Gdański 2017, s. 218.

¹²⁸ *Crowdfunding in the EU – Exploring the added value of potential EU Action*, Komisja Europejska, Bruksela 2013.

¹²⁹ *Agreed: Harmonised EU rules to boost European crowdfunding platforms*, <https://eurocrowd.org/2019/12/19/agreed-harmonised-eu-rules-to-boost-european-crowdfunding-platforms/>, dostęp: 26.04.2020.

¹³⁰ A. Kędzierska-Szczepaniak, *Perspektywy...*, op. cit., s. 220.

¹³¹ Ustawa z dnia 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych (Dz. U. z 2000 r. nr 94, poz. 1037).

Najistotniejszym aktem w procesie *crowdfundingu* udziałowego jest ustawa o ofercie publicznej. Jak podaje K. Gemra „każda tego typu zbiórka, gdzie oferowane są akcje danego przedsiębiorstwa traktowana jest jako oferta publiczna”¹³². Inne ustawy, mające zastosowanie w tej materii to, m.in.: ustawa o świadczeniu usług drogą elektroniczną, ustawa o prawach konsumenta czy ustawa o przeciwdziałaniu praniu pieniędzy oraz finansowaniu terroryzmu. Pewne wątpliwości może rodzić zaliczenie *crowdfundingu* udziałowego do formy zbiórki publicznej, jednak A. Bartosiewicz tłumaczy, że „na gruncie obowiązujących przepisów finansowanie społecznościowe nie podlega regulacjom ustawy o zbiorach publicznych”¹³³.

Polski rynek udziałowego finansowania społecznościowego znajduje się we wstępnej fazie rozwoju. Tym bardziej istotny jest temat jego odpowiedniej regulacji. Pozytywny impuls do rozwoju powinna dać zmiana w prawie podnosząca limit emisji ze 100 tys. do 1 mln EUR, bez obowiązku publikacji prospektu emisyjnego.

Bibliografia:

- Adelung J. Ch., *Grammatisch-kritisches Woerterbuch, 1. Theil, Sp. 1303*.
Alessandro B., *Crowdfunding: podręcznik*, CeDeWu.pl, Warszawa 2016.
Bartosiewicz A., *Zasady opodatkowania finansowania społecznościowego*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2019.
Bień W., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Diffin, Warszawa 2018.
Bojańczyk M., *Finanse przedsiębiorstwa*, SGH, Warszawa 2012.
Crowdfunding in the EU – Exploring the added value of potential EU Action, Komisja Europejska, Bruksela 2013.
Dębski W., *Teoretyczne i praktyczne aspekty zarządzania finansami przedsiębiorstwa*, PWN, Warszawa 2005.
Duliniec A., *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa 2001.
Dziuba D., *Ekonomika crowdfundingu: zarys problematyki badawczej*, Diffin, Warszawa 2015.
Encyklopedia Biznesu, Wydawnictwo Profesja, Warszawa 1995, s. 398.
Fisher I., *The Nature of Capital and Income*, Macmillan, New York 1906.
Gajdka J., *Teorie i struktury kapitału i ich aplikacja w warunkach polskich*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002.
Gemra K., *Crowdfunding pożyczkowy: szansa czy zagrożenie dla współczesnych przedsiębiorstw*, SGH, Warszawa 2019.
Gemra K., *Crowdfunding udziałowy, jako forma finansowania rozwoju przedsiębiorstwa*, Kwartalnik Nauk O Przedsiębiorstwie, Warszawa 2019.

¹³² K. Gemra, *Crowdfunding udziałowy...*, op. cit., s. 52.

¹³³ A. Bartosiewicz, *Zasady...*, op. cit., s. 100.

- Gołasa P., *Finanse: instytucje, instrumenty, podmioty, rynki, regulacje*, red. M. Podstawka, PWN, Warszawa 2017.
- Grodzka D., *Finansowanie społecznościowe*, Wydawnictwo Sejmowe dla Biura Analiz Sejmowych, Warszawa 2016.
- Grzywacz J., *Kapitał w przedsiębiorstwie i jego struktura*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2012.
- Iwin-Garżyńska J., *Struktura finansowania a struktura kapitału*, (w:) Wybrane zagadnienia finansów przedsiębiorstw, red. A. Adamczyk, Warszawa 2009.
- Jajuga K., *Inwestycje*, PWN, Warszawa 2006.
- Kędzierska-Szczepaniak A., *Perspektywy rozwoju crowdfundingu udziałowego w Polsce*, Uniwersytet Gdański 2017.
- Kozioł-Nadolna K., *Crowdfunding jako źródło finansowania innowacyjnych projektów. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia, nr 73*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2015.
- Król K., *Crowdfunding. Od pomysłu do biznesu, dzięki społeczności*, Wydawnictwo crowdfunding.pl, Warszawa 2013.
- Krzemińska D., *Finanse przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej, Poznań 2002.
- Loroch P., *Crowdfunding*, w: *Przedsiębiorczość startupowa*, Bank pomysłów dla polityków i samorządowców, Ministerstwo Spraw Zagranicznych, Warszawa 2017.
- Luttermann W., *Unternehmen, Kapital und Genussrechte*, Mohr Siebeck, Koeln 1998.
- Małgorzata-Ziobrowska J., *Crowdfunding jako nowoczesna forma wsparcia przedsięwzięć społecznych, kulturowych i biznesowych*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia, nr 81 Ryzyko, zarządzanie, wartość, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2016.
- Michalczyk G., *Struktura kapitału przedsiębiorstwa – spojrzenie z perspektywy kapitału intelektualnego*, w: *Dylematy kształtowania struktury kapitału w przedsiębiorstwie*, red. J. Ostaszewski, SGH, Warszawa 2009.
- Motyłska-Kuźma A., *Zarządzanie finansami w organizacji z wykorzystaniem alternatywnych źródeł finansowania: rynek-ryzyko-procedury*, PWE, Warszawa 2019.
- Ostaszewski J., *Źródła pozyskiwania kapitału przez spółkę akcyjną*, Diffin, Warszawa 2000.
- Pieniążek J., *Finansowanie społecznościowe a nowe trendy w zachowaniach konsumentów*, Instytut Lotnictwa, Warszawa 2014.
- Robinson D., Fert I., Brod M. A., *Mezzanine Finance: Overview*, Practical Law Company, USA 2011.
- Silberangel, D. Vaitkunas, *Mezzanine Finance*, Bond Capital Mezzanine Inc., Canada 2012.
- Słownik języka polskiego*, PWN, dostęp 26.03.2020.
- Słownik terminologiczny sztuk pięknych*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.
- Sullivan I., *Crowdfunding*, <http://www.wordspy.com/words/crowdfunding.asp>, 2006.
- Szczepankowski P. J., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa: podstawy teoretyczne, przykłady i zadania*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania im. L. Koźmińskiego, Warszawa 2004.
- Wielka Encyklopedia Powszechna*, PWN, Warszawa 1965.
- Wrzosek S., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego, Wrocław 2006.

Akty Prawne:

Agreed: Harmonised EU rules to boost European crowdfunding platforms,

<https://eurocrowd.org/2019/12/19/agreed-harmonised-eu-rules-to-boost-european-crowdfunding-platforms/>

Ustawa z dnia 29 września 1994r. o rachunkowości (Dz. U. z 1994r. Nr 121, poz. 591 z późn. Zm.), art. 3 ust. 1 pkt 29.

International Accounting Standards Board (IASB), *Założenia koncepcyjne sprawozdawczości finansowej*, w: *Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej MSSF*, IFRS Foundation, SKwP, Warszawa 2011.

JOBS Act, Jumpstart Our Business Startups, H. R. 3606 (12th), March 28, 2012, Congress of the United States of America, <https://govtrack.us/congress/bills/112/hr3606/text>.

Opinion of the European Economic and Social Committee on the communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions - Unleashing the potential of Crowdfunding in the European Union, Official Journal of the European Union, Bruksela 2014.

Streszczenie

W opracowaniu omówiono źródła pozyskiwania kapitału w postaci kapitału własnego i obcego oraz kapitału ze źródeł pośrednich (kapitały hybrydowe). Kapitał własny może pochodzić ze źródeł wewnętrznych oraz zewnętrznych. Kapitał obcy, wyłącznie ze źródeł zewnętrznych. Kapitał hybrydowy (*mezzanine*), posiada cechy zarówno kapitału obcego jak i kapitału własnego. Kapitał ten pozyskują w większości emitenci, którym brakuje dostępu do płynnego kapitału, ze względu na wysoką dźwignię, warunki rynkowe lub nie chcą rozwodzić swoich obecnych udziałów.

Nowym źródłem pozyskiwania kapitału jest *finansowanie społecznościowe* (ang. *Crowdfunding*), rozumiane jako metoda gromadzenia wielu niewielkich wkładów za pośrednictwem internetowej platformy w celu finansowania popularnego przedsiębiorstwa. Jedną z form jest społecznościowe finansowanie udziałowe (ang. *equity-based crowdfunding, crowdinvesting*), które polega na udostępnieniu kapitału przez inwestorów, w zamian za jednostki udziałowe w kapitale zakładowym spółki beneficjenta.

Ze względu na rozwój nowych, alternatywnych możliwości pozyskania kapitału w praktyce finansowej, większego znaczenia nabiera optymalizacja struktury kapitału oraz analiza źródeł najbardziej dopasowanych do uwarunkowań i potrzeb przedsiębiorstwa. Możliwe kryteria, na podstawie których można dokonać wyboru źródeł kapitału, to: dostępność, koszty, elastyczność, efekt dźwigni finansowej, ryzyko obsługi, tempo wzrostu przedsiębiorstwa, charakter i struktura aktywów, dochodowość firmy i stabilność zysków, opodatkowanie, płynność finansowa, rozmiar przedsiębiorstwa i cele działalności firmy.

SOURCES OF CAPITAL IN ENTERPRISES**Summary**

In the study various forms of capital acquisition in the form of equity and non-equity as well as hybrid capital were discussed. Sources of equity capital might be internal and external, while those of non-equity capital are only external. Hybrid capital (*mezzanine*),

has qualities of both equity and non-equity capital. This kind of capital is obtained by issuers that do not have access to liquid capital because of high leverage, economic conditions or do not want to water down their shares.

New source of capital acquisition is crowdfunding, which is a way of funding an enterprise by obtaining many small contributions via internet platform. One of its forms is *equity-based crowdfunding (crowdinvesting)*, which consists in sharing capital by investors in exchange for shares in the seed capital of beneficiary's enterprise.

Because of the development of new alternative possibilities of obtaining capital, more important in the finance practice becomes the optimization of capital structure and the analysis of capital sources that suit enterprises conditions and needs best. The possible criteria that can be used to choose among capital sources are: accessibility, costs, flexibility, the effect of financial leverage, operation risk, enterprise's growth pace, character and structure of assets, companies earnings and stability of profits, taxation, liquidity, size and aims of the enterprise.