

Real Estate Crowdfunding – Tłum jako alternatywne źródło finansowania nieruchomości

*Real Estate Crowdfunding
– Crowd as an alternative source for real estate financing*

Aleksandra Martyna Firek, Politechnika Warszawska, Wydział Administracji i Nauk Społecznych

STRESZCZENIE

Celem artykułu jest ukazanie crowdfundingu jako alternatywnej metody inwestowania w nieruchomości. Konstitutywne założenia crowdfundingu, rozumianego powszechnie jako finansowanie przez Tłum, zostały tutaj przededefiniowane i dostosowane do specyfiki funkcjonowania rynku nieruchomości. Celem pobocznym uczyniono usystematyzowanie wiedzy w zakresie crowdfundingu, ze szczególnym uwzględnieniem crowdfundingu inwestycyjnego (ang. *crowdinvesting*) oraz crowdfundingu nieruchomości (ang. *real estate crowdfunding*). Biorąc pod uwagę zaprezentowane światowe tendencje, prognozuje się, że wykorzystywanie Tłumu jako źródła finansowania nieruchomości będzie rozwijać się w dynamiczny sposób również w Polsce i relatywnie szybko stanie się alternatywną metodą pozyskiwania środków finansowych na realizację projektów inwestycji w nieruchomości.

Słowa kluczowe: crowdfunding, crowdfunding nieruchomości, crowdinvesting, crowdnomia, tłum.

The aim of the article is to show the crowdfunding as an alternative method of investing in real estate. Crowdfunding, understood usually as the financing of the crowd, were here re-defined and adapted to the specifics of the real estate market. Considering the trends observed in the world, it is expected that this form of financing of real estate investment will develop dynamically also in Poland and in a relatively short period will become an important alternative source of raising funds for realization of real estate investment projects.

Keywords: crowdfunding, real estate crowdfunding, crowdinvesting, crowdonomics, crowd.

ABSTRACT

Wstęp

Nie ulega wątpliwości, że jedną z charakterystycznych cech współczesnego świata jest bezprecedensowy dynamizm przemian i postępu technologicznego. Wyłonienie się nowego paradygmatu technologicznego, eksplozja informacyjna oraz nasilające się procesy globalizacyjne determinują całe otoczenie społeczne, w tym warunki funkcjonowania współczesnej gospodarki i rynku nieruchomości. Na naszych oczach realizuje się tofflerowska wizja rzeczywistości (Toffler 1985) – rzeczywistości nieustannych zmian, wobec których człowiek musi wykazać się bezustannym stanem gotowości, adaptacji i otwartości. Dla obejmującej nas rewolucji technologiczno-kulturowej i ekonomicznej, postępującej nieprzerwanie i przyspieszającej wykładniczo, odpowiednie wydaje się pojęcie Świata 2.0, które zyskuje coraz większą popularność w dyskursie publicznym. Bez względu na sposób interpretacji zachodzących przeobrażeń, większość badaczy zgodna jest co do faktu, że to przede wszystkim nowoczesne technologie leżą u ich źródeł, przy czym sieci Internet nadaje się tu kluczowe znaczenie. Przyjmuje się, że jednym z elementów Świata 2.0 jest Web 2.0, wyrażająca nową filozofię rozumienia Internetu – jako platformy współuczestnictwa i współtworzenia, przyczyniającej się do uzyskania efektu sieciowego poprzez tak zwaną „architekturę uczestnictwa” (O’Reilly 2005). Web 2.0, określana mianem „współczesnego oblicza Internetu”, stanowi tym samym przejaw demokratyzacji komunikacji i zatarcie granicy między twórcą a odbiorcą – oddanie prawdziwej władzy w ręce użytkowników Sieci (Malinowski,

Sołtysiak, Palma, Giełzak 2015: 28). W efekcie, serwisy internetowe stają się współtworzone przez użytkowników dzięki wykorzystaniu efektów sieciowych i kolektywnej inteligencji. Zmiana paradygmatu Internetu – czy wręcz jego filozofii – jest determinantem dla powstania szeregu nowych koncepcji, w których kategoria e-Tłumu (rozumianego tutaj jako cyfrowy Tłum) i współpracy sieciowej stanowi kluczową kwestię. Warto wspomnieć tu w szczególności o koncepcji wikinomii (ang. *wikinomics*), autorstwa D. Tapscotta i A. D. Williama, odwołującej się do możliwości i woli wymiany wiedzy i informacji, wdrażaniu innowacji i (współ)tworzenia wartości przez społeczności wirtualne (Tapscott, Williams 2008). System Tapscotta i Williama bazuje w głównej mierze na kolektywnej współpracy e-Tłumu w celu rozwiązania problemu lub wykreowania produktu czy usługi i tym samym partycypacji w kształtowaniu nowoczesnych zasobów sieci internetowej. Współczesny trend wikinomii jest zbliżony również z koncepcją „inteligencji zbiorowej” (ang. *collective intelligence*) P. Lévy’ego (Lévy 1997), „mądrości tłumu” (ang. *wisdom crowd*) J. Surowieckiego czy socjalnomii (ang. *socialnomics*) – hybrydzie terminów „social media” i „economics” (Qualman 2012), którą z kolei należy identyfikować jako gospodarkę wykorzystującą społecznościowy potencjał Internetu. Przyjmuje się, że powyższe terminy powinny zostać zintegrowane w jedno, bardziej holistyczne pojęcie, jakim jest crowdnomia (ang. *crowdnomics*), a więc „gospodarka permanentnie wykorzystująca potencjał drzemący w tłumie poprzez specjalnie stworzone narzędzia internetowe” (Woźniak, Dziedzic, Chrzanowski 2014: 95). Z kolei B. F. Malinowski i M. Giełzak propo-

nują synonimiczny termin „crowding”, tłumaczony jako „uogólniające pojęcie, odnoszące się do wszelkich form angażowania cyfrowego Tłumu w życie i działalność firm, fundacji, grup nieformalnych i innych organizacji” (Malinowski, Giełzak 2015: 271). W polskiej literaturze przedmiotu crowdnomia czy crowding najczęściej funkcjonują pod pojęciem „ekonomia społecznościowa”, którą rozumie się jako dział ekonomii zajmujący się gospodarką zbudowaną na rozproszonych sieciach połączonych jednostek i społeczności (Król 2013). Jedną z konstytutywnych cech ekonomii społecznościowej są finanse, które utożsamiać należy tutaj z bezpośrednimi formami finansowania oraz modelami inwestycyjnymi, decentralizującymi proces inwestycyjny, napędzanymi przez wirtualną społeczność. Faktem jest, że założenia te odzwierciedlone są w modelu *Crowdfundingu* i *Crowdinvestingu* – w tym *Real Estate Crowdfundingu* (dalej RE-CF), którym poświęcony jest niniejszy tekst.

Crowdsourcing: moc sprawcza e-Tłumu

Od momentu powstania klasycznych opracowań na temat zachowań tłumu autorstwa chociażby G. Le Bona i G. Tarde’a, fenomen tłumu stanowi przedmiot rozważań wielu badaczy. Faktem jest, że przez większość z nich tłum do tej pory był postrzegany jako zgromadzenie większej grupy ludzi, mające miejsce w określonej przestrzeni i czasie, której uczestnicy reagują na te same bodźce i impulsy w zbliżony, a nawet identyczny, sposób (Kowalska 2015: 83). Współczesne, tj. pojawiające się w drugiej połowie XX i w XXI wieku, ujęcia tłumu, akcentują jego potencjał i stanowią w głównej mierze pozytywną interpretację jego zachowań. To tutaj wpisuje się koncepcja *smart mobs* (tłumaczona z ang. jako *bystre tłumy*) H. Rheingolda, koncepcja *crowd wisdom* (tłumaczona z ang. jako *mądrość tłumu*) J. Surowieckiego czy uwzględniająca je w swoich założeniach idea *crowdsourcingu* autorstwa J. Howe’a (Howe 2008). Co prawda, za tymi koncepcjami nie kryją się teorie społeczne w naukowym tego słowa znaczeniu, stanowią jednak udane próby opisu zróżnicowanych zachowań i działań zbiorowych, podkreślając tym samym wpływ wykorzystywania nowoczesnych technologii. Z drugiej strony teorie te stanowią doskonałą egzemplifikację zjawiska, które – za M. Szpunar – należy określić mianem rewitalizacji psychologii tłumów (Szpunar 2009). Nie ulga wątpliwości, że tłum (ang. *crowd*) otwiera przed dzisiejszą gospodarką olbrzymie możliwości – również dla funkcjonowania rynku nieruchomości. Wcześniej niedostrzegany, systematycznie pomijany, obecnie staje się kluczem do przewagi konkurencyjnej wielu organizacji i – adekwatnie do założeń *crowdsourcingu* – również źródłem w zasadzie nieograniczonych zasobów czasowych i intelektualnych (Chrzanowski, Dziedzic 2014: 7). Dzisiaj tłum jest utożsamiany raczej z takimi pojęciami jak Tłum 2.0, społeczeństwo sieci, cyfrowy Tłum, e-Tłum lub CROWD, a jawi się on jako „kreujące się spontanicznie i obejmujące dowolną grupę demograficzną zrzeszenie świadomych, zaradnych i twórczych użytkowników Internetu” (Malinowski, Giełzak 2015: 271-271). „Tłum” pisany wielką literą – jest to celowe rozróżnienie numeryczne. O ile tłum (1.0) stanowił stereotypowe wyobrażenie często bezmyślnej, destruktywnej masy, o tyle Tłum (2.0) jest twórczym, kolektywnie inteligentnym żywym organizmem (Ziobrowska 2016). Na tej podstawie kluczowe znaczenie nadaje się tutaj zdolności Tłumu do kreowania wartości w oparciu o kolektywną, globalną współpracę.

Jak piszą Malinowski i Giełzak: „proces ten stanowi otwarcie się na masową partycypację CROWDu w zadaniach, które zwyczajowo wykonuje się wewnątrz organizacji lub zleca specjalistom. Crowdsourcing umożliwia dostęp do w zasadzie nieograniczonych zasobów czasowych i intelektualnych rozporoszonej, niejednorodnej rzeszy ludzi w Tłumie, którzy chcą w danej inicjatywie crowdsourcingowej wziąć udział” (Malinowski, Giełzak 2015: 272). Istnienie wiele różnych koncepcji crowdsourcingu oraz różnych rodzajów inicjatyw w całym spektrum jego form, implikujących powstawanie szeregu typologii. Warto jednak sięgnąć do źródła i za J. Howe’em wyróżnić następujące rodzaje crowdsourcingu (Howe 2008):

1. Inteligencję zbiorową (ang. *collective intelligence, wisdom of the crowd*) – rozumianą tu jako rozwiązywanie problemów przez tłum;
2. Tworzenie wartości przez tłum (ang. *crowdcreation, user-generated content*) – wykorzystywanie potencjału twórczego użytkowników do kreowania nowych produktów, usług, treści;
3. Zlecenie internautom wyboru najlepszych rozwiązań, gromadzenie opinii i sądów (ang. *crowdvoting*);
4. Społecznościowe pozyskiwanie funduszy (ang. *crowdfunding*).

Warto ponownie zaakcentować fakt, że najistotniejszym elementem projektu crowdsourcingowego jest Tłum, a ściślej mówiąc rzesza internautów, która dzięki skumulowaniu wiedzy, umiejętności i zasobów jest w stanie efektywniej niż każdy z nich z osobna działać w określonym celu: rozwiązywać problemy, projektować nowe produkty i usługi, agregować duże ilości danych, czy też gromadzić fundusze (Kowalska 2015: 151). Przez wzgląd na myśl przewodnią niniejszej pracy, ostatniemu aspektowi mocy sprawczej e-Tłumu tj. potencjału do gromadzenia środków finansowych, nadaje się tutaj szczególnie znaczenie. Obecnie crowdfunding postrzegany jest jako niezależne zjawisko, a rozpatruje się go jako zdemokratyzowany mechanizm finansowania przez Tłum różnych przedsięwzięć, w tym również (grupowych) inwestycji w nieruchomości. Tłum stanowi w coraz większym stopniu samowystarczalny byt, który niezwykle dynamicznie dostosowuje rzeczywistość do własnych potrzeb, czego crowdfunding jest koronnym przykładem (Malinowski, Giełzak 2015: 10-11).

Crowdfunding: Tłum jako źródło finansowania nieruchomości

Termin crowdfunding uznawany jest za neologizm, powstały z połączenia terminów *crowd* i *funding*, stąd utożsamiany z mechanizmem gromadzenia środków finansowych przez cyfrowy Tłum. W polskiej literaturze przedmiotu przyjęło się tłumaczenie crowdfundingu jako „finansowanie społecznościowe” – należy jednak zaznaczyć, że przekład ten jest nieprecyzyjny. Społeczność to jednak pojęcie węższe niż *crowd*. Co więcej, crowdfunding jawi się nie tyle jako źródło alternatywnego finansowania projektów i przedsięwzięć, a więc metodę pozyskiwania kapitału, a jest obecnie „czymś ponad to”. Celem prowadzących kampanie jest poruszyć nie określoną społeczność, ale rzesze ludzi, których potencjalnie nic ze sobą nie łączy (Malinowski, Giełzak 2015: 8). „Środki, zwykle o jednostko-

wych, niewielkich udziałach, uzyskiwanie są z relatywnie dużej (sieciowej) populacji. Motywacją takiego działania może być, z punktu widzenia donatora, filantropia, czy też pozyskiwanie drobnych nagród rzeczowych, finansowych, a nawet udziałów i akcji w przedsięwzięciach o charakterze inwestycyjnym” (Dziuba 2015: 9). Jako twórcę terminu wskazuje się M. Sullivana, który w 2006 roku na forum blogu „fundavlog” stwierdził m.in. „(...) gromadzenie środków finansowych z „tłumu” jest bazą, od której wszystko inne zależy i jest tworzone” (Dziuba 2015: 9). Naturalnie, od tego czasu w literaturze przedmiotu pojawiły się liczne ujęcia definiowania crowdfundingu – wybrane przykłady zestawiono w tabeli 1. Przykładowo, zgodnie ze stanowiskiem T. Lamberta i A. Schwienbachera, „konceptcja crowdfundingu posiada swoje korzenie w szerszym pojęciu, jakim jest crowdsourcing, który wykorzystuje tłum do pozyskania pomysłów, komentarzy i rozwiązań (...). W przypadku crowdfundingu, celem jest zebranie pieniędzy na inwestycje; dla tych potrzeb wykorzystuje się sieci społeczne, a w szczególności Internet (Lambert, Schwienbacher 2010: 2). Z kolei A. Brunello twierdzi, że crowdfunding to proces, w trakcie którego współpracuje większa liczba osób. Decydują się one na wyasygnowanie własnych pieniędzy, na wsparcie wysiłków, projektów oraz wizji innych prywatnych osób, firm, przedsiębiorstw czy organizacji (Brunello 2016). Na tej podstawie przyjmuje się, że istotą crowdfundingu jest wykorzystanie „mocy” tłumu do finansowania niewielkich przedsięwzięć, dla których pozyskiwanie kapitału tradycyjnymi metodami nie jest możliwe.

Tabela 1. Wybrane ujęcia definicyjne crowdfundingu

Autorzy	Definicje
T. Lambert, A. Schwienbacher	Crowdfunding zawiera otwarte zgłoszenie, zasadniczo za pośrednictwem Internetu, które ma na celu zgromadzenie środków finansowych w formie darowizny, bądź w zamian za jakąś formę wynagrodzenia lub/i prawa do glosowania, w celu wspierania określonej inicjatywy (Lambert, Scwienbacher 2010:4)
A. Schwienbacher, B. Larralde	Crowdfunding to finansowanie projektu lub przedsięwzięcia przez grupę pojedynczych jednostek zamiast profesjonalistów (np. banków, funduszy wysokiego ryzyka lub aniołów biznesu). (...) Crowdfunding funkcjonuje bez pośredników: przedsiębiorca „dotyka tłumu” przez zbieranie pieniędzy bezpośrednio od poszczególnych jednostek (Schwienbacher, Larrade 2010: 4)
K. Król	Rodzaj gromadzenia i alokacji kapitału przekazywanego na rzecz rozwoju określonego przedsięwzięcia w zamian za określone świadczenie zwrotne, który angażuje szerokie grono dawców kapitału, charakteryzuje się wykorzystaniem technologii teleinformatycznych oraz niższą barierą wejścia i lepszymi warunkami transakcyjnymi, niż ogólnodostępne na rynku (Król 2013)
G. Borello, V. de Crescenzo, F. Pichler	Crowdfunding jest nową praktyką finansową, poprzez którą ludzie, zwykle mieszkający w różnych strefach geograficznych, uczestniczą w finansowaniu projektów dla nich interesujących; pieniądze są gromadzone poprzez elektroniczne systemy, wykorzystujące technologię Web 2.0 (Borello, de Crescenzo, Pichler 2015: 2)
B. F. Malinowski, M. Giełzak	Demokratyczna i cyfrowa metoda finansowania projektów, w której dowolna osoba udziela swoimi pieniędzmi „wotum zaufania” danemu pomysłowi w zamian za konkretną korzyść. To również demokratyczna forma marketingu, łącząca zaufanie i dialog z gospodarką doświadczeń i mechanizmami społecznościowymi (Malinowski, Giełzak 2015: 271)

D. Dziuba	Proces realizowany w środowisku internetowym, aktywowany poprzez otwarte zgłoszenie oferty (celu przedsięwzięcia, projektu), polegający na pozyskiwaniu wolnych środków finansowych od potencjalnie ogromnej liczby rozproszonych uczestników „tłumu” (Dziuba 2015: 12)
-----------	---

Źródło: opracowanie własne na podstawie Król 2013; Dziuba 2015.

Zaprezentowane stanowiska w przedmiocie istoty czy założeń crowdfundingu można uznać za zbieżne (w tym sieć internetowa jako cecha konstytutywna crowdfundingu) chociaż reprezentują różny poziom szczegółowości i akcentują różne obszary zastosowań crowdfundingu, koncentrując się na wybranych przez badaczy modelach funkcjonowania. Na potrzeby niniejszej pracy przyjmuje się, za D. Dziubą, że na finansowanie przez Tłum można patrzeć w szerszym lub węższym ujęciu. Stąd, crowdfunding można interpretować jako „niemal dowolną formę gromadzenia środków finansowych poprzez sieć komputerową (ujęcie szersze). Z kolei węższa definicja akcentuje „proces, w którym np. przedsiębiorcy, artyści czy organizacje non profit zbierają środki finansowe na potrzeby ich projektów, przedsięwzięć, czy organizacji, bazując na wsparciu wielu osób (z internetowego „tłumu”), które wspólnie ofiarowują pieniądze na takie projekty, przedsięwzięcia itp. bądź inwestują w nie” (Dziuba 2012: 84). Należy szczególnie podkreślić fakt, że pomimo różnorodności i liczby rozstrzygnięć definicyjnych dotyczących koncepcji samego crowdfundingu, problematyka crowdfundingu nieruchomości jawi się jako skromna czy wręcz uboga i w polskiej literaturze przedmiotu wciąż niewiele istnieje rozważań na ten temat. W ostatnich latach rynek finansowania społecznościowego dynamicznie się rozwija na całym świecie, przyjmując coraz to nowe formy, a jednocześnie ściągając na siebie zainteresowanie instytucji regulacyjnych. Jako potwierdzenie tej tezy można wskazać stanowisko Komisji Europejskiej, która w 2014 roku wydała komunikat dotyczący uwolnienia potencjału finansowania społecznościowego. Według Komisji: „w finansowaniu społecznościowym istnieje ogromny potencjał pod względem uzupełniania tradycyjnych źródeł finansowania i wspierania finansowania gospodarki realnej” (COM 2014: 2). Od 2010 roku możemy obserwować wzrost wartości globalnego rynku crowdfundingu. W 2010 roku wynosiła ona 0,5 mld dolarów, w 2011 – 0,8 mld dolarów, w 2012 – 2,8 mld dolarów, w 2013 – 6,1 mld dolarów, a w 2014 – 16,2 mld dolarów. Zgodnie z danymi firmy Massolution, globalny rynek crowdfundingu urosł w 2015 roku o 112%, aż do 34,4 mld dolarów (Ziobrowska 2016: 289). W praktyce, crowdfunding może być realizowany poprzez różne modele, a każdy z nich jest zwykle zorientowany na realizację innych celów. Stąd, finansowanie społecznościowe za pośrednictwem poszczególnych platform crowdfundingowych różni się poziomem ryzyka i zwrotem z inwestycji, a także rodzajem gratyfikacji związanej z udzielaniem wsparcia finansowego. Obierając za kryterium kwalifikacji charakter świadczenia i relacji między stronami wyróżnia się (Dziuba 2015: 22-23; Malinowski, Giełzak 2015: 45-46):

1. Model donacyjny (ang. *donation-based crowdfunding*, ang. *charity crowdfunding*), nazywany także charytatywnym;
2. Model z nagradzaniem uczestników (ang. *reward-based crowdfunding*), czyli „crowdfunding klasyczny”;
3. Model pożyczkowy (ang. *debt-based crowdfunding*, ang. *social lending*);

4. Model udziałowy/inwestycyjny (ang. *equity-based crowdfunding*, ang. *crowdinvesting*);
5. Model hybrydowy, scalający wymienione wcześniej modele.

Istotą modelu donacyjnego jest tworzenie internetowej platformy crowdfundingowej, służącej do komunikacji z Tłumem i zgłaszania oferty przedsięwzięcia, zbiórki finansów na określony cel. Co znamienne dla modelu donacyjnego – nie występuje tutaj świadczony zwrot (gratyfikacja), a więc nie zachodzi jedno z konstytutywnych założeń crowdfundingu. Stąd istnieją wątpliwości czy model ten kwalifikuje się jako forma crowdfundingu, czy raczej jest przejawem *fundraisingu*, identyfikowanego zwyczajowo z finansowaniem działalności pozarządowej i charytatywnej (Malinowski, Giełzak 2015). Modyfikacją jest model z gratyfikowaniem uczestników, nazywany również sponsorskim, koncentrujący się zwykle na wspieraniu kreatywnych projektów lub jednostek. Model z nagradzaniem uczestników jest niezaprzeczalnie najpopularniejszym rodzajem finansowania przez Tłum. Jego istotą jest świadczenie zwrotne w postaci materialnych lub niematerialnych nagród (ang. *perks*), jak chociażby spotkania z autorami projektu, gadżety z logiem projektu czy wpisanie na szczególną listę podziękowań. Crowdfunding pożyczkowy bywa charakteryzowany jako „cyfrowe wydanie popularnych kas oszczędnościowo-kredytowych” (Malinowski, Giełzak 2015: 45) – oferuje możliwość bezpośredniego pożyczania środków finansowych od cyfrowego Tłumu, z pominięciem tradycyjnych organizacji finansowych – organizacji pośredniczących. Wyróżnia się tutaj model mikrokredytów oraz model pożyczek społecznych, udzielanych projektodawcy przez e-Tłum. Naturalnie po upływie określonego czasu, środki zwracane są z niewielkimi odsetkami. Najistotniejszym rodzajem crowdfundingu – z punktu widzenia finansowania inwestycji w nieruchomości – jest crowdfunding udziałowy, nazywany również inwestycyjnym (ang. *crowdinvesting*). Ten model finansowania umożliwia wspierającym nabycie proporcjonalnego do dokonanej wpłaty udziału w przedsiębiorstwie lub partycypowanie w zyskach generowanych przez projekt. W ramach crowdfundingu udziałowego – za D. Dziubą – można zidentyfikować następujące submodele (Dziuba 2015: 23):

- model udziałowy (ang. *contribution crowdfunding*), zwany partycypacyjnym lub kolektywnym (ang. *collective investment*) współfinansowaniem firm;
- model inwestycyjny – akcyjny (ang. *securities model*), w tym handlu akcjami na rynkach pierwotnym i wtórnym;
- model inwestowania w inne papiery wartościowe (obligacje; ang. *crowdbonds*);
- model *community shares*, czyli papiery wartościowe, na potrzeby finansowania lokalnych, „społecznych” przedsiębiorstw;
- model inwestowania w nieruchomości (ang. *real estate crowdfunding*), w tym komercyjne, rezydencje i wielorodzinne/apartamenty;
- model wykupu faktur (ang. *invoice trading*) i innych zobowiązań firmy;
- model bazujący na tantiemach (ang. *royalty-based crowdfunding*);
- model inwestowania pieniądzem cyfrowym Bitcoin i innymi kryptowalutami;

- model funduszu inwestycyjnego bazującego na crowdfundingu (ang. *crowdfunding investment fund*);
- inne modele inwestycyjne, w tym sieci inwestorów.

W tabeli 2 zestawiono szacunkowe wartości rynku europejskiego dla wybranych modeli crowdfundingu, ze szczególnym uwzględnieniem crowdfundingu nieruchomości.

Tabela 2. Orientacyjna wartość rynku europejskiego z uwzględnieniem poszczególnych modeli crowdfundingu (2015)

Lp.	Alternatywny model finansowania	Wartość rynku (Europa, 2015, mln €)
1.	Bezpośrednie pożyczki konsumenckie (<i>Peer-to-Peer Consumer Lending</i>)	365,80
2.	Bezpośrednie pożyczki biznesowe (<i>Peer-to-Peer Business Lending</i>)	212,08
3.	Crowdfunding udziałowy (<i>Equity-based Crowdfunding</i>)	159,32
4.	Crowdfunding z nagradzaniem niefinansowym (<i>Reward-based Crowdfunding</i>)	139,27
5.	Model wykupu faktur (<i>Invoice Trading</i>)	80,59
6.	Crowdfunding nieruchomości (<i>Real Estate Crowdfunding</i>)	26,97
7.	Crowdfunding donacyjny (<i>Donation-based Crowdfunding</i>)	10,73

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Sustaining Momentum* 2016: 31.

Crowdfunding udziałowy – kluczowy dla roztrząsanego tutaj zagadnienia – należy utożsamiać z metodą finansowania projektu, polegającą na odsprzedaży określonej liczby udziałów przedsiębiorstwa inwestorom indywidualnym w formule tzw. *open-call* (tj. zaproszenia do współfinansowania projektu skierowanego do szerokiego grona potencjalnych inwestorów – tłumu), za pomocą platformy crowdfundingowej. Pierwszym rynkiem organizującym obrót udziałami crowdfundingowymi jest uruchomiony w kwietniu 2015 roku CFX Market (ang. *CrowdFunding CrossMarkets*). Instytucja ta jest własnością mieszczącej się w Chicago platformy crowdfundingowej rynku nieruchomości PeerRealty (Gostkowska-Drzewicka 2016: 60).

Crowdfunding nieruchomości: mechanizm finansowania inwestycji w nieruchomości za pomocą crowdfundingu

Dążąc do usystematyzowania pojęcia rynku nieruchomości, M. Bryx zestawia całe spektrum różnorodnych działań podmiotów związanych z rynkiem nieruchomości w cztery grupy, identyfikując tym samym następujące podsystemy rynku nieruchomości (Bryx 2006):

- podsystem obrotu nieruchomościami, którego celem jest przenoszenie prawa własności do nieruchomości pomiędzy uczestnikami rynku;
- podsystem inwestowania w nieruchomości, którego celem jest wzrost użyteczności nieruchomości, a w konsekwencji wzrost jej wartości;
- podsystem finansowania nieruchomości, którego celem jest sprzedaż pieniędzy lub usług finansowych mająca umożliwić zawieranie innych transakcji na rynku nieruchomości;
- podsystem zarządzania nieruchomościami, której celem jest zapewnienie dochodów właścicielowi z najmu nieruchomości przy równoczesnym utrzymaniu jej wartości, a nawet jego wzroście.

Co intuicyjne, wyszczególnione podsystemy nie są autonomiczne, a pozostają ze sobą w różnorodnych zależnościach. W praktyce inwestowania w nieruchomości krystalizują się dwa podstawowe rodzaje inwestycji. Po pierwsze – inwestycje w same nieruchomości, po drugie – inwestycje w papiery wartościowe związane z rynkiem nieruchomości. O tyle, o ile pierwsza grupa związana jest bezpośrednio z zakupem nieruchomości, to druga zorientowana jest na zakup akcji lub udziałów w spółkach związanych z rynkiem nieruchomości lub inwestujących na rynku nieruchomości. W literaturze przedmiotu najczęściej podział ten odpowiada klasyfikacji inwestycji w nieruchomości uwzględniającej dwie formy (Siemińska 2011):

- inwestowania bezpośredniego, związanego z inwestycjami rzeczowymi;
- inwestowania pośredniego – związanego z inwestycjami finansowymi; dokonywane przez fundusze inwestycyjne rynku nieruchomości.

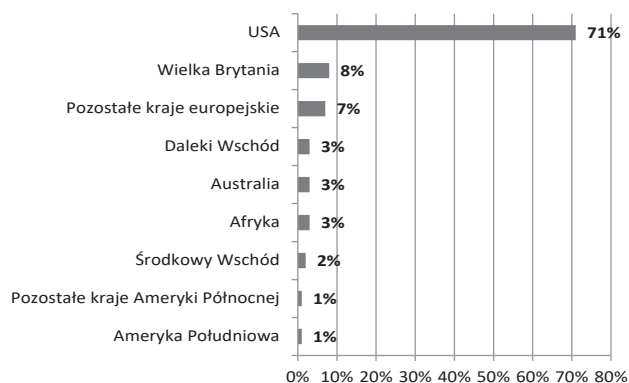
Zakłada się, że inwestycje bezpośrednie mogą przynosić wysokie stopy zwrotu, zapewniają wysoki poziom transparentności procesu inwestycyjnego oraz umożliwiają zachowanie pełnej kontroli nad projektem. Są jednak kapitałochłonne i obciążone wysokim ryzykiem, które trudno zdywersyfikować. Z kolei fundusze inwestycyjne umożliwiają dokonywanie inwestycji niewymagających zaangażowania wysokich kwot kapitału i obciążonych niższym ryzykiem. Jednak w tym przypadku inwestorzy mają jedynie minimalny poziom kontroli, muszą liczyć się z wysokimi kosztami zarządu, niską transparentnością projektu i niższymi stopami zwrotu, niż w przypadku inwestycji bezpośrednich. Jako alternatywna metoda inwestowania w nieruchomości, łącząca zalety inwestowania bezpośredniego i pośredniego, jawi się crowdfunding (Gostkowska-Drzewicka 2016: 61; Goins 2014: 3-4). Na tej podstawie jasno należy stwierdzić: wśród tradycyjnych źródeł finansowania nieruchomości, pojawił się stosunkowo nowy, uznawany tu za innowacyjny – crowdfunding nieruchomości. Jak pisze P. Róziecki „w 2014 roku crowdfunding nieruchomości podbił świat, głównie dzięki kilku spektakularnym kampaniom przeprowadzonym w USA, osiągającym poziom nawet 25 mln USD. W tym samym roku branża wzrosła o 150% osiągając historyczny poziom 1 mld USD. W roku kolejnym, 2015, według prognoz branżowego *think-tanku* Massolution, poziom światowego RE-CF miał wynieść 2,57 mld USD. Podążając tą ścieżką, eksperci szacują, że 2016 rok będzie charakteryzował się podobną dynamiką i globalna wartość wszystkich kampanii wyniesie

3,5 bln USD” (Róziecki 2016). Uznaje się, że crowdfunding nieruchomości (RE-CF; *Real Estate Crowdfunding*) polega na zbiorowym inwestowaniu w nieruchomości za pomocą platform crowdfundingowych, z poziomu których można nabyć udziały w projektach inwestycyjnych w nieruchomości (Gostkowska-Drzewicka 2016: 61). Na tej podstawie wnioskuje się, że w crowdfundingu rynku nieruchomości uczestniczą (Pioszyk 2015):

- oferent (projektodawca), czyli osoba fizyczna lub podmiot gospodarczy poszukujący środków na sfinansowanie inwestycji w nieruchomości. „Korzyścią będzie, po pierwsze, zebranie środków na uruchomienie inwestycji. Po drugie, zysk ze sprzedaży, jaki wygeneruje inwestycja”;
- inwestorzy, czyli osoby, które zdecydują się na sfinansowanie projektu poprzez wykup udziałów; „Kiedy inwestycja dobiegnie końca i nieruchomość zostanie sprzedana, zysk ze sprzedaży zostanie podzielony pomiędzy udziałowców”;
- platforma crowdfundingowa pełniąca rolę pośrednika pomiędzy oferentem a inwestorami (i zarabiająca na prowizjach od zebranych środków).

Pierwsza platforma crowdfundingowa z przeznaczeniem dla rynku nieruchomości została uruchomiona w 2010 roku (Goins 2014: 11), a już w grudniu 2015 roku na świecie funkcjonowało aż 214 takich serwisów. Zgodnie z danymi zestawionymi na wykresie 1, zdecydowanie największą aktywność w tej dziedzinie odnotowano w Stanach Zjednoczonych, skąd – zgodnie z danymi na 2015 rok – „pochodziło” 71% wszystkich platform crowdfundingu rynku nieruchomości.

Wykres 1. Udział platform crowdfundingu rynku nieruchomości działających w wybranych krajach (2015)

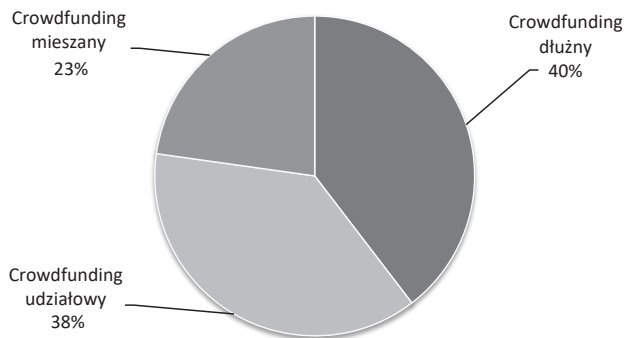


Źródło: opracowanie własne na podstawie Gostkowska-Drzewicka 2016: 65.

Drugim co do wielkości rynkiem crowdfundingu nieruchomości w 2015 roku była Wielka Brytania, gdzie odnotowano 8% spośród wszystkich aktywnych platform crowdfundingowych. Z kolei w pozostałych krajach europejskich – a zwłaszcza we Francji, Holandii, Szwecji i Niemczech funkcjonowało 7% serwisów. Platformy crowdfundingu nieruchomości funkcjonujące w Australii, Afryce i na Dalekim Wschodzie posiadały po 3% udziału w ogólnej liczbie wszystkich aktywnych platform. Nieco mniej, bo wynoszący 2% udział platform crowdfundingu nieruchomości, odnotowano w krajach Bliskiego Wschodu, a zwłaszcza w Dubaju. Z kolei 1% udziału wszystkich aktywnych platform, miały serwisy funkcjonujące w pozostałych krajach Ameryki Północnej (z wyłączeniem

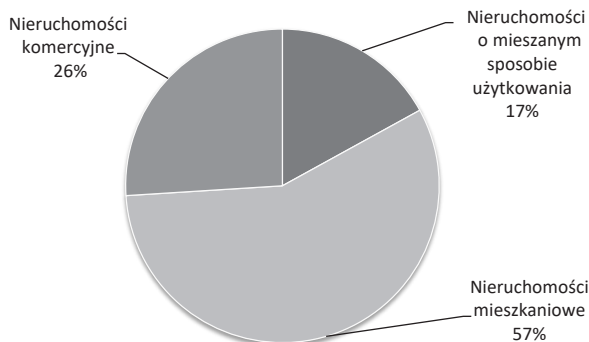
USA) i Ameryki Południowej (Gostkowska-Drzewicka 2016: 65-66). Na dzień dzisiejszy, w Polsce funkcjonuje jedna platforma crowdfundingowa rynku nieruchomości – sharevestors.com. Jak pisze P. Róziecki, „są właściwie dwa typy inwestycji w nieruchomości przez mechanizm crowdfundingu. Wyróżniamy projekty dywidendowe, gdzie inwestor otrzymuje stałą roczną dywidendę, gwarantowaną przez spółkę oraz projekty udziałowe, gdzie partycypujemy w zysku wypracowanym przez spółkę. W zależności od naszych zasobów i preferencji mamy możliwość dywersyfikacji naszych portfeli, inwestując część kapitału w bezpieczne projekty dywidendowe, lub bardziej ryzykowne, ale też bardziej zyskowne, projekty udziałowe” (Róziecki 2016). Warto w tym momencie sięgnąć do wyników badań analizujących strukturę platform crowdfundingu rynku nieruchomości ze względu na przyjęty model finansowania (wykres 2).

Wykres 2. Struktura platform crowdfundingu rynku nieruchomości ze względu na przyjęty model finansowania w 2014 roku



Źródło: opracowanie własne na podstawie Goins 2014: 12, Gostkowska-Drzewicka 2016: 66.

Wykres 3. Struktura inwestycji współfinansowanych za pomocą crowdfundingu z uwzględnieniem rodzaju nieruchomości w 2014 roku



Źródło: opracowanie własne na podstawie Goins 2014: 12; Gostkowska-Drzewicka 2016: 69.

W 2014 roku, adekwatnie do zaprezentowanych danych, 40% spośród wszystkich platform crowdfundingu rynku nieruchomości prowadziło działalność opartą na modelu pożyczkowym, tj. umożliwiało inwestowanie w instrumenty o charakterze dłużnym. Nieco mniej – 38% serwisów, bazowało na modelu udziałowym, który umożliwia dokonywanie inwestycji o charakterze właścicielskim, tj. w akcje i w udziały. Z kolei na podstawie modelu mieszanego, a więc dopuszczającego zarówno inwestycje w nieruchomości o charakterze dłużnym, jak i właścicielskim, funkcjonowało 23% platform.

Analizując dane dotyczące struktury inwestycji współfinansowanych za pomocą crowdfundingu, z uwzględnieniem rodzaju nieruchomości (wykres 3), należy stwierdzić, że w 2014 roku – w skali całego świata – przedmiotem inwestycji najczęściej były nieruchomości mieszkaniowe (57%). Do tej grupy kwalifikują się zarówno inwestycje w domy jednorodzinne, jak i kompleksy budynków o charakterze apartamentów.

Projekty, których przedmiotem były nieruchomości komercyjne, stanowiły 26% spośród inwestycji w nieruchomości współfinansowanych za pomocą crowdfundingu. Z kolei nieruchomości o mieszanym sposobie użytkowania, tj. zawierające zarówno części mieszkalne, jak i komercyjne, stanowiły 17% wszystkich inwestycji.

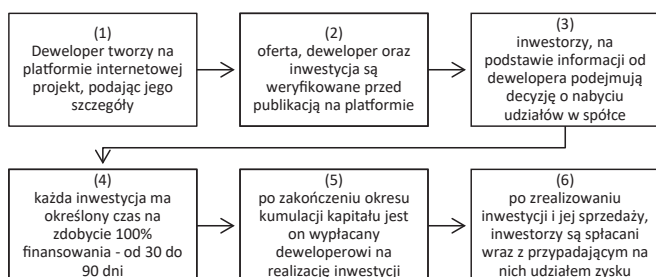
Finansowania inwestycji w nieruchomości w drodze kampanii crowdfundingowej w Polsce na przykładzie platformy sharevestors.com

Pogląd, że „crowdfunding w Polsce rozgościł się już na dobre, jednak wciąż jest traktowany przez inwestorów po macoszemu” (Róziecki 2015) znajduje odzwierciedlenie w faktach. Jedyną polską platformą crowdfundingową dedykowaną *stricto* nieruchomościom jest działający od października 2015 roku serwis sharevestors.com. Jak czytamy na stronie projektu: „Sharevestors.com jest serwisem crowdfunding’owym dedykowanym dla projektów o charakterze udziałowym. Specjalizujemy się w projektach inwestycyjnych, w które użytkownicy tego serwisu mogą lokować swój wolny kapitał, przez nabywanie udziałów w spółkach celowych, realizujących inwestycje deweloperskie, inwestycje w grunty oraz inwestycje w zakup lokali mieszkaniowych pod wynajem. Specjalizujemy się w crowdfundingu nieruchomości (ang. *Real Estate Crowdfunding*)”. Na tej podstawie w rodzimym crowdfundingu nieruchomości wyróżnia się zasadniczo trzy rodzaje inwestycji (sharevestors.com 2016):

1. Projekty gruntowe, polegające na wspólnych inwestycjach w zakup gruntów. „Celujemy w grunty rolne, które można przekształcić oraz grunty inwestycyjne. Pod każdy zakup zakładana będzie spółka celowa, w której inwestorzy będą mogli nabyć udziały. Inwestycje w grunty są inwestycją długoterminową – minimum 5 lat i charakteryzują się wysoką stopą zwrotu. Spółki celowe będą dokładały starań, aby zwiększyć wartość gruntu na przestrzeni lat, np. poprzez odrobinienie i zmianę planów zagospodarowania przestrzennego”;
2. Projekty deweloperskie, charakteryzujące się niższą spodziewaną stopą zwrotu i kwalifikujące się jako inwestycje średnioterminowe. „Przez mechanizm crowdfundingu udziałowego użytkownicy serwisu sharevestors.com będą mogli inwestować wspólnie, nabywając udziały w spółkach celowych realizujących projekt”;
3. Projekty dywidendowe, bazujące na grupowym zakupie szeregu nieruchomości, z przeznaczeniem pod wynajem krótkoterminowy. „Wszystkie nieruchomości nabyte w ramach jednego projektu zarządzane będą przez spółkę celową powołaną do realizacji tego zadania. Zyski wypracowane przez spółkę będą inwestowane w kolejne nieruchomości oraz przewidywana jest wypłata okresowych dywidend”.

Warto postawić pytanie o etapy samego finansowania inwestycji w nieruchomości, w drodze kampanii crowdfundingowej. Analizę tę zdecydowano się przeprowadzić na projektach deweloperskich. Proces finansowania inwestycji deweloperskiej w drodze kampanii crowdfundingowej, jak pokazano na rysunku 1, rozpoczyna się od utworzenia projektu na specjalnej platformie internetowej. W ofercie deweloper podaje niezbędne szczegóły dotyczące inwestycji (1). Zanim oferta zostanie opublikowana na platformie, inwestycja, deweloper oraz sama oferta podlegają weryfikacji (2). Naturalnie, w sytuacji braku przeciwwskazań, oferta podlega upublicznieniu na platformie – a tym samym rozpoczyna się kampania crowdfundingowa. W kolejnym kroku – potencjalni inwestorzy, na podstawie udostępnionych informacji, podejmują decyzję o nabyciu udziałów w spółce (3). Każda z udostępnionych inwestycji ma określony czas (od 30 do 90 dni) na zdobycie 100% finansowania (4). Po zakończeniu kampanii z sukcesem, tj. w sytuacji zgromadzenia całości zakładanej kwoty kapitału, środki są przekazywane deweloperowi, celem realizacji inwestycji (5). Ostatnim krokiem jest sprzedaż inwestycji, a ostatecznie deweloper dokonuje wykupu udziałów, których wartość powiększona jest o część zysków, jakie na nie przypadają – inwestorzy są tym samym spłacani wraz z przypadającym na nich udziałem zysku (6). W sytuacji, gdy kampania crowdfundingowa okaże się nieskuteczna, tj. nie uda się zgromadzić całości kapitału o zakładanej wartości, włączone środki zostają zwrócone inwestorom.

Rysunek 1. Proces finansowania inwestycji drogą kampanii crowdfundingowej (na przykładzie inwestycji deweloperskiej)



Źródło: opracowanie własne na podstawie sharevestors.com [30.09.2016].

Zgodnie z powszechnym uznaniem, crowdfunding rynku nieruchomości w Polsce wciąż stawia pierwsze kroki. Utrzymuje się, że postrzeganie Tłumu jako źródła finansowania nieruchomości stanowi relatywnie nową odsłonę crowdfundingu. Uwzględniając jednak zaprezentowane światowe tendencje prognozuje się, że wykorzystywanie Tłumu jako źródła finansowania nieruchomości będzie rozwijać się w dynamiczny sposób również w Polsce i relatywnie szybko stanie się alternatywną metodą pozyskiwania środków finansowych na realizację projektów inwestycji w nieruchomości.

Podsumowanie

Konkludując, stwierdza się, że w finansowaniu społecznościowym istnieje ogromny potencjał pod względem uzupełniania tradycyjnych źródeł finansowania i wspierania finansowania gospodarki realnej. Warto wspomnieć, że istotną zaletą crowdfundingu są relatywnie niewielkie bariery wejścia i warunki transakcyjne ko-

rzystniejsze, niż dostępne w przypadku pozyskiwania finansowania w tradycyjny sposób (Król 2013). Po pierwsze – prowadzenie kampanii crowdfundingowej nie wymaga przyzwolenia żadnej instytucji (Kozioł-Nadolna 2015: 672). Po drugie – koszt pozyskania kapitału z crowdfundingu na ogół nie jest wysoki. Na koszt ten składa się bowiem marża platformy crowdfundingowej wynosząca w Polsce od 2,5% do 11% pozyskanych środków finansowych oraz prowizja systemu płatności internetowych (Kozioł-Nadolna 2015: 675–678). Roztrząsając zagadnienie crowdfundingu rynku nieruchomości, warto zidentyfikować szanse i zagrożenia płynące z tej alternatywnej metody finansowania rynku nieruchomości. Wśród zalet wskazuje się przede wszystkim na wysoki poziom transparentności procesu inwestycyjnego, dostęp do szerszej bazy inwestorów oraz zniwelowanie roli instytucji pośredniczących (MacDonald-Korth, Artlieb, Manaktala 2015: 38-39). Ponadto, z punktu widzenia inwestora, wśród korzyści płynących z crowdfundingu należy wskazać:

- możliwość inwestowania kapitału o niewielkiej wartości, co przekłada się na niskie bariery wejścia;
- stosunkowo niskie koszty transakcyjne;
- możliwość ograniczania ryzyka poprzez dywersyfikację inwestycji;
- możliwość inwestowania w nieruchomości, które dotąd były dostępne jedynie w ramach prywatnych transakcji;
- inwestorzy nie są ograniczani tylko jednym projektem, mogą indywidualnie wybierać je ze zbioru licznych projektów udostępnianych przez platformy *real estate*;
- dodatkowo, crowdfunding rynku nieruchomości umożliwia włączenie do portfela zarówno inwestycji krótko-, jak i długoterminowych, co powinno się przełożyć z jednej strony na osiąganie dochodów w perspektywie krótkookresowej, a z drugiej na wzrost wartości zainwestowanego kapitału w perspektywie długookresowej.

Z kolei jako ryzyka finansowania społecznościowego identyfikuje się: przeszacowanie wiedzy inwestorów, nierealne zwroty z inwestycji, dystans pomiędzy stronami procesu finansowania inwestycji w nieruchomości w czasie kampanii crowdfundingowej (MacDonald-Korth, Artlieb, Manaktala 2015: 40).

Źródłem finansowania badań i artykułu były środki własne autorki.

Bibliografia

1. Boniewicz A., Kasprzycki-Rosikoń J., Kasprzycka-Rosikoń J., Slezkin M., Wierzyński W., (2015) *Tłum jako źródło wiedzy i kapitału*, Warszawa: Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości.
2. Borello G., Crescenzo V. de, Pichler F., (2015) *The Funding Gap and The Role of Financial Return Crowdfunding: Some Evidence From European Platforms*, "Journal of Internet Banking and Commerce" tom 20, nr 1.
3. Brunello A., (2016). *Crowdfunding. Podręcznik*. Warszawa: CeDeWu.
4. Bryx M., (2006) *Rynek nieruchomości. System i funkcjonowanie*, Warszawa: Poltext.
5. Chrzanowski M., Dziedzic S., (2014) *Crowdfunding nowym sposobem finansowania innowacyjnych projektów*, „Modern Management Review” tom XIX, nr 21 (2/2014), s. 7-16.
6. COM, (2014) *Uwolnienie potencjału finansowania społecznościowego w Unii Europejskiej*, Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego i Komitetu Regionów, Bruksela, 27.03.2014 r.
7. *Crowdfunding for Real Estate*, (2015) Massolution Report, 2015CF-RE.

8. *Crowdfunding in the EU Capital Markets Union*, (2016) COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT, SWD 154, Brussels, 03.05.2016 r.
9. Dziuba D.T., (2012) *Rozwój systemów crowdfundingu – modele, oczekiwania i uwarunkowania*, „Problemy Zarządzania” tom 10, nr 3 (38), s. 83-103.
10. Dziuba D.T., (2014) *Wstęp do ekonomiki crowdfundingu. Modele finansowania społecznościowego*, Warszawa: Fundacja „Fotografia dla przyszłości”.
11. Dziuba D.T., (2015) *Ekonomika crowdfundingu – zarys problematyki badawczej*, Warszawa: Difin.
12. Goins S., (2014) *Real Estate Crowdfunding: Alternative Finance Sector Report*, Intelligent Partnership Limited: <http://www.altfi.com/downloads/real-estate-crowdfunding-report.pdf> [30.09.2016].
13. Gostkowska-Drzewicka M., (2016) *Crowdfunding jako źródło finansowania inwestycji w nieruchomości*, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 1/2016 (79), s. 57-71.
14. Howe J., (2008) *Crowdsourcing. Crowdsourcing: Why the Power of the Crowd Is Driving the Future of Business*, New York.
15. Kowalska M., (2015) *Crowdsourcing internetowy – pozytywny wymiar partycypacji społecznej. Konteksty – istota – uwarunkowania*, Warszawa: Wydawnictwo SBP.
16. Koziol-Nadolna K., (2015) *Crowdfunding jako źródło finansowania innowacyjnych projektów*, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 73, s. 671-683.
17. Król K., (2013) *Finansowanie społecznościowe jako źródło finansowania przedsiębiorstw w Polsce*, Warszawa.
18. Król K., (2016) *Gospodarka społecznościowa – czyli co?* <http://karolkrol.innpoland.pl/119051,gospodarka-spolesnosciowa-czyli-co> [30.09.2016].
19. Lambert T., Schwienbacher A., (2010) *An Empirical Analysis of Crowdfunding*, Amsterdam: Université catholique de Louvain & Univerity of Amsterdam Business School.
20. Lévy P., (1997) *Collective Intelligence: Mankind's Emerging World in Cyberspace*, Cambridge, Massachusetts: Perseus Books.
21. MacDonald-Korth D., Artlieb S., Manaktala N., (2015) *Digital Real Estate Investment Demystified*, Democratizing Finance, DealIndex, https://dealindex.co/democratising_finance_vol2_digital_real_estate_investment_2015.pdf [30.09.2016].
22. Malinowski B.F., Sottysiak G., Palma M., Gietzak M., (2016) *(Social) Medium jest przekazem*, <http://nowymarketing.pl/i/fmfiles/crowdthinks-raport.pdf> [30.09.2016].
23. Malinowski B.F., Gietzak M., (2015) *Crowdfunding. Zrealizuj swój pomysł ze wsparciem cyfrowego tłumu*, Gliwice: Helion.
24. O'Reilly T., (2007) *What Is Web 2.0: Design Patterns and Business Models for the Next Generation of Software*: https://mpra.ub.uni-muenchen.de/4580/1/MPRA_paper_4580.pdf [30.09.2016].
25. Pioszyk M., (2015) *Społeczne Finansowanie Nieruchomości*, <http://www.jakkupowacmieszkania.pl/spoleczne-finansowanie-nieruchomosci/> [30.09.2016].
26. Qualman E., (2012) *Socialnomics, How Social Media Transforms the Way We Live and Do Business*, Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
27. Róziecki P., (2015) *Real estate crowdfunding – Polska i świat*, <http://crowdfunding.com.pl/real-estate-crowdfunding-polska-i-swiat/> [30.09.2016].
28. Róziecki P., (2016) *Crowdfunding nieruchomości w 2016*, <http://crowdfunding.com.pl/crowdfunding-nieruchomosci-2016/> [30.09.2016].
29. Schwienbacher A., Larralde B., (2010) *Crowdfunding of small entrepreneurial ventures. Handbook of entrepreneurial finance*, Oxford University Press.
30. Siemińska E., (red.), (2011) *Inwestowanie na rynku nieruchomości*, Warszawa: Poltext.
31. Szpunar M., (2009) *Flash mob – rewitalizacja psychologii tłumów* [w:] Fiut I.S., (red.), *Tożsamość, podmiot, komunikowanie*, Kraków: Oficyna Wydawnicza AFM.
32. Tapscott D., Williams A.D., (2008) *Wikinomia. O globalnej współpracy, która zmienia wszystko*, Warszawa: Oficyna Wydawnicza ŁOŚGRAF.
33. Toffler A., (1985) *Trzecia Fala*, Warszawa: Państwowy Instytut Wydawniczy.
34. Woźniak L., Dziedzic S., Chrzanowski M., (2014) *Crowdsourcing narzędziem wzrostu potencjału innowacyjnego przedsiębiorstw oraz wzrostu sprzyjającego włączeniu społecznemu*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, nr 337: Badania marketingowe – kontekst funkcjonowania przedsiębiorstw i sieci organizacyjnych, Wrocław: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu.
35. Zhang B., Wardrop R., Ziegler T., Lui A., Burton J., James A., Garvey K., (2016) *Sustaining Momentum: The 2nd European Alternative Finance Industry Report*, Univeristy of Cambridge – Judge Business School, KPMG, CME Group Foundation.
36. Ziobrowska J.M., (2016) *Crowdfunding jako nowoczesna forma wsparcia przedsięwzięć społecznych, kulturowych i biznesowych*, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 3/2016 (81), s. 285-295.