

Rozdział I. Geneza crowdfundingu

§ 1. Wprowadzenie do problematyki crowdfundingu

I. Pojęcie crowdfundingu

Pojęcie crowdfundingu stanowi połączenie słów: *crowd* (tłum) oraz *funding* (finansowanie), co w dosłownym tłumaczeniu z języka angielskiego oznacza gromadzenie środków finansowych wśród „tłumu”¹. Z tego względu w języku polskim crowdfunding nazywany jest również finansowaniem społecznościowym². Pomimo że samo zjawisko finansowania określonego przedsięwzięcia przez szerokie grono osób występowało w obrocie gospodarczym od wieków, termin „crowdfunding” został po raz pierwszy zaproponowany przez *Michaęla Sullivana* na blogu Fundavlog w 2006 r.³ dla zdefiniowania istoty jego portalu, który umożliwiał przekazywanie niewielkich wpłat finansowych na rzecz internetowych twórców.

W literaturze przedmiotu nie wypracowano jak dotąd jednej, uniwersalnej definicji crowdfundingu. Poszczególne sposoby definiowania finansowania społecznościowego przez różnych autorów nie wykazują jednak istotnych różnic poza poziomem szczegółowości. I tak zdaniem *Edana Burketta* crowdfunding to dowolnie prowadzona forma gromadzenia środków pieniężnych za pomocą sieci komputerowej lub z wykorzystaniem serwisów społecznościowych⁴. *Kristof De Buysere, Oliver Gajda, Ronald Kleverlaan, Dan Marom* są zdania, że to zbiorowy wysiłek wielu osób, które łączą swoje zasoby i wspierają

¹ *J.M. Zbirowska*, Crowdfunding jako nowoczesna forma wsparcia przedsięwzięć społecznych, kulturowych i biznesowych, *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia* 2016, Nr 3, s. 286.

² *D.T. Dziuba*, *Ekonomika crowdfundingu. Zarys problematyki badawczej*, Warszawa 2015, s. 9. W niniejszej pracy pojęcie „crowdfunding” będzie używane wymiennie z pojęciem „finansowanie społecznościowe”.

³ *E. Burkett*, A Crowdfunding Exemption? *Online Investment Crowdfunding and U.S. Securities Regulation*, *Transactions: The Tennessee Journal of Business Law* 2011, s. 70; *M. Drummond*, Make it Rain, *Investor’s Digest* 2011, vol. 28, issue 8, s. 6.

⁴ *E. Burkett*, A Crowdfunding Exemption?, s. 66.

działania podejmowane przez inne osoby lub organizacje. Zwykle odbywa się to za pośrednictwem Internetu. Poszczególne projekty są finansowane z niewielkich wkładów wielu osób⁵. *Thomas Lambert* i *Armin Schwienbacher* definiują crowdfunding jako „otwarte zaproszenie, głównie za pośrednictwem Internetu, na udostępnienie środków finansowych w formie darowizny lub w zamian za jakąś formę nagród i/lub praw głosu w celu wspierania inicjatyw w określonych celach”⁶. *Mike Wicks* natomiast jest zdania, że jest to miejsce, w którym duża liczba osób (tłum) finansowo wspiera projekt poprzez przyznanie stosunkowo niewielkiej ilości pieniędzy albo w zamian za nagrodę, jako darowiznę lub potencjalnie w zamian za kapitał własny. Jest to forma kontaktów społecznościowych, która wykorzystuje moc Internetu i społeczności *online* do rozpowszechniania informacji o projekcie lub produkcie⁷. W Polsce definicję crowdfundingu zaproponował po raz pierwszy *K. Król*. Wskazał on, 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”⁸.

Analiza porównawcza zaprezentowanych powyżej definicji pozwala na zidentyfikowanie trzech kluczowych elementów crowdfundingu. Są to:

- 1) działanie podejmowane w celu sfinansowania określonego przedsięwzięcia;
- 2) angażowanie szerokiego grona osób („tłumu”);
- 3) wykorzystywanie Internetu lub innej sieci komputerowej.

Przyczyn upowszechnienia crowdfundingu można się niewątpliwie dopatrywać w rozwijającej się idei ekonomii współdzielenia (ang. *sharing economy*) rozumianej jako współdzielenie dostępu do towarów i usług⁹. Warto przy tym nadmienić, że i sam termin „crowdfunding” wywodzi się z crowdsourcingu, czyli wykorzystywania pomysłów, propozycji, opinii, zasobów czy środków finansowych szerokiego grona osób. Oba pojęcia pojawiły się w przestrzeni pu-

⁵ *K. Buysere, O. Gajda, R. Kleverlaan, D. Marom*, A Framework for European Crowdfunding, Runtinx 2012, s. 9.

⁶ *T. Lambert, A. Schwienbacher*, An Empirical Analysis of Crowdfunding, Social Science Research Network 2010, t. 1578175, Nr 1, s. 30.

⁷ *M. Wicks*, Crowdfunding-an introduction, Victoria B.C. 2013, s. 5.

⁸ *K. Król*, Crowdfunding. Od pomysłu do biznesu dzięki społeczności, Warszawa 2013, s. 23.

⁹ Por. więcej na temat idei ekonomii współdzielenia *G. Bai, S.R. Velamuri*, Contextualizing the Sharing Economy, Journal of Management Studies 2020, vol. 58, issue 4, s. 977 i n.

blicznej w zbliżonym czasie. Termin „crowdcourcing” został po raz pierwszy użyty przez *Jeffa Howea* oraz *Marka Robinsona* w roku 2006¹⁰.

II. Typologia modeli crowdfundingu

Crowdfunding może realizować różnorodne modele biznesowe. W literaturze przedmiotu wyróżnia się zwykle pięć podstawowych:

- 1) donacyjny,
- 2) nagrodowy,
- 3) pożyczkowy,
- 4) inwestycyjny,
- 5) hybrydowy¹¹.

Model donacyjny (ang. *donation-based crowdfunding*) zakłada, że finansujący wpłacają środki na określony cel, przy czym nie jest to związane z jakimkolwiek świadczeniem wzajemnym¹². Crowdfunding donacyjny może przybierać również postać crowdfundingu charytatywnego, w którym uczestnicy wspierają finansowo określoną inicjatywę mającą nieść pomoc potrzebującym¹³.

W ramach modelu nagrodowego (ang. *reward-based crowdfunding*) finansujący w zamian za wsparcie otrzymują określoną korzyść niefinansową (np. drobne upominki lub gadżety kolekcjonerskie) lub uzyskują dostęp do przedsprzedaży określonego produktu lub usługi, niejednokrotnie po niższej cenie niż standardowa¹⁴.

Model pożyczkowy, zwany inaczej dłużnym (ang. *lending crowdfunding, debt crowdfunding*), zakłada, że świadczenie finansujących na rzecz beneficjenta ma charakter zwrotny, tj. beneficjent zobowiązany jest do zwrotu środków przekazanych przez finansujących¹⁵. Model pożyczkowy może przybierać

¹⁰ D.T. Dziuba, *Ekonomika crowdfundingu*, s. 11.

¹¹ Por. P. Majewski, *Crowdfunding: charakterystyka i typologia*, *Gospodarka Narodowa* 2020, Nr 1, s. 146–149 i przywołana tam literatura. Zdaniem D.T. Dziuby crowdfunding nagrodowy stanowi podtyp crowdfundingu donacyjnego, por. D.T. Dziuba, *Ekonomika crowdfundingu*, s. 23.

¹² Przykładem platformy crowdfundingu donacyjnego jest serwis www.zrzutka.pl [dostęp: 31.3.2023 r.].

¹³ Przykładem platformy crowdfundingu charytatywnego jest serwis www.siepomaga.pl [dostęp: 31.3.2023 r.].

¹⁴ Przykładami platform crowdfundingu nagrodowego są serwisy www.kickstarter.com oraz www.indiegogo.com [dostęp: 31.3.2023 r.].

¹⁵ Przykładem platformy crowdfundingu pożyczkowego jest serwis www.mintos.com [dostęp: 1.4.2023 r.].

bardzo zróżnicowaną postaci i opierać się m.in. na pożyczkach konsumenckich, pożyczkach dla przedsiębiorców czy innych instrumentach o charakterze dłużnym, np. obligacjach¹⁶. Co do zasady zbierane środki mogą być przeznaczane na dowolny cel zgodny z prawem, jednak w praktyce popularne jest tworzenie platform dedykowanych określonym rodzajom pożyczek, np. dla podmiotów realizujących przedsięwzięcia na rynku nieruchomości¹⁷.

W modelu inwestycyjnym, zwanym również udziałowym¹⁸ (ang. *equity crowdfunding*), finansujący otrzymują jednostki udziałowe w kapitale zakładowym spółki beneficjenta (akcje lub udziały w zależności od formy prawnej spółki)¹⁹. Z punktu widzenia inwestorów crowdfunding inwestycyjny jest okazją do wparcia finansowego określonej spółki oraz czerpania korzyści w razie jej sukcesu rynkowego. Dla spółek stanowi on alternatywę dla tradycyjnych metod finansowania działalności, takich jak kredyty, pożyczki, debiut na giełdzie papierów wartościowych czy finansowanie typu *venture capital*. Dzięki płatnościom o stosunkowo niewielkiej wartości dokonany przez szerokie grono inwestorów pozyskiwanie dużych sum staje się możliwe nawet dla małych przedsiębiorców. Określenie „crowdfunding inwestycyjny” czasem jest również używane do opisanie metody publicznego oferowania innych niż udziałowe papierów wartościowych²⁰, np. obligacji lub certyfikatów inwestycyjnych.

Model hybrydowy łączy ze sobą dwa lub więcej wyżej opisanych założeń. Dla przykładu w 2019 r. restauracja ED Red S.A. przeprowadzała ofertę publiczną swoich akcji za pośrednictwem platformy crowdfundingu inwestycyjnego beesfund.pl. Inwestorom, którzy nabyli określony pakiet akcji, restauracja oferowała również kartę rabatową ze zniżką w wysokości od 5% do 45%

¹⁶ Por. serwis www.thesmbx.com/index.php [dostęp: 1.4.2023 r.].

¹⁷ Por. serwis www.crowdrealestate.pl [dostęp: 1.4.2023 r.].

¹⁸ Określenie „crowdfunding udziałowy” w polskim tłumaczeniu może wprowadzać w błąd z uwagi na to, że przedmiotem kampanii crowdfundingowych w Polsce jest co do zasady objęcie akcji (papierów wartościowych) emitowanych przez spółkę akcyjną, a nie udziałów w kapitale zakładowym spółki z o.o. Określenie „crowdfunding udziałowy” stanowi dosłowne tłumaczenie angielskiego zwrotu *equity crowdfunding*, który wyraża inwestycję o charakterze kapitałowym polegającą na nabyciu praw udziałowych w spółce przeprowadzającej zbiórkę. Por. corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/equity-crowdfunding/ [dostęp: 5.4.2023 r.].

¹⁹ Przykładem platformy crowdfundingu inwestycyjnego jest serwis www.crowdcube.com [dostęp: 1.4.2023 r.].

²⁰ Por. Stanowisko Urzędu KNF dotyczące zasad funkcjonowania tzw. platform crowdfundingu inwestycyjnego, źródło: www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Stanowisko_UKNF_dot_platform_crowdfundingu_inwestycyjnego_69487.pdf [dostęp: 5.4.2023 r.].

(proporcjonalnie do liczby objętych akcji) oraz vouchery na realizację swoich usług²¹. Kampania łączyła więc w sobie model crowdfundingu inwestycyjnego z modelem crowdfundingu nagrodowego.

Niezależnie od przyjętego modelu finansowanie społecznościowe odbywa się zwykle przy udziale trzech kategorii podmiotów: fundatorów, którzy finansują określone przedsięwzięcie, inicjatorów, którzy poszukują kapitału na realizację określonego celu, oraz wyspecjalizowanych internetowych platform. W odróżnieniu od tradycyjnych instytucji finansowych platformy crowdfundingowe co do zasady nie uczestniczą aktywnie w procesie finansowania, tj. nie przyjmują wpłat oraz nie dokonują transferów środków pieniężnych²². Ich rola sprowadza się raczej do gromadzenia i prezentowania informacji o finansowanych projektach oraz dostarczeniu odpowiedniej infrastruktury teleinformatycznej umożliwiającej kojarzenie dwóch stron transakcji²³.

W tym miejscu warto wyjaśnić, że crowdfunding może się również odbywać z pominięciem pośrednika w postaci platformy crowdfundingowej, np. przy użyciu własnej strony internetowej podmiotu poszukującego finansowania. W praktyce zdecydowana większość kampanii przeprowadzana jest jednak za pośrednictwem platform crowdfundingowych, które znacząco ułatwiają dotarcie do szerokiego grona adresatów²⁴.

Najbardziej rozpowszechnione są modele crowdfundingu donacyjnego oraz nagrodowego²⁵ z uwagi na ich uniwersalny charakter i praktycznie nieograniczone możliwości zastosowania. Za najbardziej skomplikowany i wymagający pod kątem regulacyjnym uważa się crowdfunding inwestycyjny²⁶. O ile każdy model crowdfundingu wiąże się z narażeniem finansujących na określone czynniki ryzyk, o tyle w crowdfundingu inwestycyjnym katalog ten ulega rozszerzeniu²⁷. Wszystkie modele crowdfundingu podatne są na oszustwa wynikające przede wszystkim z poczucia anonimowości w internecie oraz istnie-

²¹ Por. źródło: beesfund.com/p/edred [dostęp: 10.4.2023 r.].

²² Wyjątkiem jest rzecz jasna sytuacja, w której platforma crowdfundingowa posiada stosowne zezwolenie organu nadzoru na świadczenie wskazanych usług.

²³ Por. P. Majewski, *Crowdfunding: charakterystyka i typologia*, s. 145.

²⁴ A. Szopa, *Charakterystyka modeli i platform crowdfundingowych w Polsce* [w:] A. Pluszyńska, A. Szopa (red.), *Crowdfunding w Polsce*, Kraków 2018, s. 34.

²⁵ Zob. D. T. Dziuba, *Ekonomika crowdfundingu*, s. 35.

²⁶ J. Glanc, *Equity crowdfunding*, s. 19.

²⁷ *Ibidem*, s. 37.

nia asymetrii informacyjnej dotyczącej finansowanych projektów²⁸. Istotnym czynnikiem ryzyka pojawiającym się w przypadku każdego modelu jest również ryzyko technologiczne i operacyjne²⁹, polegające na możliwości stosowania przez operatora platformy crowdfundingowej nieodpowiednich lub wadliwych systemów lub pojawienia się błędów popełnianych przez człowieka, awarii technicznych oraz zdarzeń zewnętrznych mogących mieć wpływ na bezpieczeństwo wpłaconych środków finansowych. Dodatkowo pojawia się również ryzyko ataków hakerskich skutkujących wyciekami lub kradzieżami danych³⁰.

Podstawowym czynnikiem ryzyka charakterystycznym dla crowdfundingu inwestycyjnego jest ryzyko kapitałowe związane z niepowodzeniem inwestycji, czyli sytuacja, w której suma środków uzyskanych w wyniku wyjścia z inwestycji (tj. zbycia akcji lub udziałów) będzie niższa niż suma pierwotnie zainwestowanych środków³¹. Aktywa nabywane w drodze finansowania społecznościowego cechują się również niewielką płynnością³² z uwagi na ich niepubliczny charakter i brak plasowania na rynku regulowanym³³. Inwestor nabywający akcje lub udziały w ramach crowdfundingu inwestycyjnego musi się zatem liczyć z brakiem możliwości zbycia tych aktywów bez niekorzystnego wpływu na ich cenę. Może również wystąpić sytuacja, w której zbycie aktywów, a więc wyjście z inwestycji, nie będzie w ogóle możliwe.

²⁸ Por. J. Glanc, Equity crowdfunding, s. 38; B. Kindred, An uneasy balance: professional information and crowdfunding under the JOBS Act, *Richmond Journal of Law & Technology* 2015, Nr 21, s. 16–18.

²⁹ B. Zheng Zhang, Sustaining Momentum – the 2nd European Alternative Finance Industry Report, Cambridge Centre for Alternative Finance 2016, s. 47.

³⁰ *Ibidem*.

³¹ Financial Conduct Authority Call for input to the post-implementation review of the FCA's crowdfunding rules, źródło: www.fca.org.uk/publication/call-for-input/call-input-crowdfunding-rules.pdf [dostęp: 5.4.2023 r.].

³² Equity crowdfunding. Considering potential risks and liabilities as the industry grows and matures, źródło: www.crowdfundinghub.eu/whitepaper-equity-crowdfunding/ [dostęp: 5.4.2023 r.].

³³ Zgodnie z art. 14 ust. 1 ObrInstrFinU rynek regulowany to działający w sposób stały wielostronny system zawierania transakcji, których przedmiotem są instrumenty finansowe dopuszczone do obrotu w tym systemie, zapewniający inwestorom powszechny i równy dostęp do informacji rynkowej w tym samym czasie przy kojarzeniu ofert nabycia i zbycia instrumentów finansowych oraz jednakowe warunki nabywania i zbywania tych instrumentów, zorganizowany i podlegający nadzorowi właściwego organu na zasadach określonych w przepisach ustawy, jak również uznany przez państwo członkowskie za spełniający te warunki i wskazany Komisji Europejskiej jako rynek regulowany.

Działalność operatorów platform crowdfundingu inwestycyjnego znacząco różni się także od działalności operatorów platform innych modeli. Zważywszy, że przedmiotem kampanii crowdfundingu inwestycyjnego są najczęściej akcje, czyli udziałowe papiery wartościowe zaliczane do katalogu instrumentów finansowych, pozyskiwanie środków tą metodą musi uwzględniać rygorystyczne przepisy przewidziane dla przeprowadzania ofert publicznych papierów wartościowych (np. rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z 14.6.2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylecia dyrektywy 2003/71/WE) oraz obrotu instrumentami finansowymi (MiFID II). Jednocześnie działalność operatorów platform crowdfundingu inwestycyjnego swoją istotą zbliża się do działalności firm inwestycyjnych³⁴, a więc podmiotów podlegających ścisłemu nadzorowi ESMA oraz krajowych organów nadzoru finansowego. Powyższe sprawia, że w niektórych okolicznościach niewłaściwa klasyfikacja działań podejmowanych w ramach crowdfundingu inwestycyjnego może prowadzić do naruszenia podstawowych zasad rynku kapitałowego i rzązącego ograniczenia ochrony uczestników rynku.

III. Uzasadnienie gospodarcze crowdfundingu

Obserwacja kampanii przeprowadzanych na platformach crowdfundingowych prowadzi do wniosku, że ta metoda finansowania jest szczególnie atrakcyjna dla trzech grup podmiotów³⁵:

- 1) lokalnych przedsiębiorców lub osób rozpoznawalnych w danym środowisku o rozbudowanej i zintegrowanej społeczności gotowej wspierać ich przedsięwzięcia³⁶;
- 2) przedsiębiorców typu *start-up*, czyli spółek będących w fazie załóżkowej, rozwijających innowacyjne produkty lub usługi, których wartość i za-

³⁴ Por. Stanowisko Urzędu KNF dotyczące zasad funkcjonowania tzw. platform crowdfundingu inwestycyjnego, s. 3 i n., źródło: www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Stanowisko_UKNF_dot_platform_crowdfundingu_inwestycyjnego_69487.pdf [dostęp: 5.4.2023 r.].

³⁵ Opracowanie własne na podstawie analizy kampanii crowdfundingowych przeprowadzanych w latach 2018–2021 na następujących platformach: beesfund.pl, crowdway.pl, findfunds.pl, kickstarter.com, idiegogo.com.

³⁶ Por. kampanię crowdfundingową spółki Browar Jastrzębie S.A., źródło: zainwestuj.bjsa.pl/?_ga=2.78610076.921419851.1627836464-141787181.1627461825&pk_vid=8ac582f3532c33da1627895822956778 [dostęp: 5.4.2023 r.].

potrzebowanie nie zostały jeszcze zweryfikowane przez rynek, a które w przypadku sukcesu mogą oferować inwestorom wysoki zwrot z inwestycji³⁷. Dla tego typu podmiotów dostęp do finansowania z tradycyjnych źródeł (np. w formie kredytu lub pożyczki) może się w praktyce okazać utrudniony z uwagi na brak historii działalności czy zdolności kredytowej³⁸;

- 3) rozwiniętych spółek o ugruntowanej pozycji rynkowej, którym crowdfunding daje możliwość zweryfikowania swojej wyceny rynkowej lub zapotrzebowania na nowy produkt lub usługę³⁹.

W tym kontekście warto podkreślić, że crowdfunding, oprócz zapewnienia finansowania, może przynieść przedsiębiorcom inne korzyści. Dzięki wykorzystywaniu Internetu oraz kierowania oferty do szerokiego grona adresatów przeprowadzenie kampanii finansowania społecznościowego może z powodzeniem stanowić narzędzie marketingowe pozwalające dotrzeć do dużej liczby potencjalnych klientów oraz zyskać zainteresowanie publiczne⁴⁰. Z zaangażowanie finansowe sprawia, że inwestorzy często promują projekty, które wsparli finansowo, rozsyłając informacje o nich za pośrednictwem mediów społecznościowych, tak by zwiększyć ich rozgłos. W konsekwencji crowdfunding ułatwia też stworzenie marketingu wirusowego (ang. *viral marketing*), czyli rodzaju działań promocyjnych polegających na tym, że potencjalni klienci sami rozsyłają między sobą informacje o określonym projekcie.

Zbiórki crowdfundingowe zakończone sukcesem bardzo często zwiastują dynamiczny rozwój projektu, gdyż inwestorzy w dużej liczbie przypadków stają się później konsumentami danego produktu lub usługi⁴¹. Informacje

³⁷ Por. kampanię crowdfundingową spółki Grow Uperion S.A., źródło: crowdconnect.pl [dostęp: 31.7.2023 r.].

³⁸ M. Rossi, SMEs' access to finance: An overview from Southern Italy, *European Journal of Business and Social Sciences* 2014, Nr 2, s. 155–164.

³⁹ Por. kampanię crowdfundingową spółki Kubota S.A., źródło: crowdconnect.pl [dostęp: 31.7.2023 r.]; zob. też Y. Lin, W. Boh, K.H. Goh, How different are crowdfunders? Examining archetypes of crowdfunders and their choice of projects, *SSRN Electronic Journal* 2014, Nr 1.

⁴⁰ Por. F. Liebert, T. Trzeciak, Portal crowdfundingowy jako narzędzie wspierające realizację małych projektów, *ZNPŚ* 2017, z. 114, s. 259; S. Maj, Ile kosztuje finansowanie społecznościowe, *Puls Biznesu*, źródło: www.pb.pl/ile-kosztuje-finansowanie-spolcznosciowe-968872 [dostęp: 5.4.2023 r.]; por. też T. Brown, E. Boon, L. Pitt, Seeking funding in order to sell: Crowdfunding as a marketing tool. *Business Horizons*. Kelley School of Business, Elsevier 2016.

⁴¹ D. Kaczan, Crowdfunding jako innowacyjna metoda finansowania projektów przez społeczeństwo na przykładzie branży fintech, *Zarządzanie mediami* 2019, t. 7, s. 121.

pozyskane przez właścicieli projektów⁴² w toku kampanii crowdfundingowych pozwalają dopasować oferowane funkcjonalności do oczekiwań klientów, ulepszyć je lub rozwinąć nowe. W tym świetle finansowanie społecznościowe czasem kojarzone jest również z ideą współtworzenia produktów lub usług⁴³.

W publikacjach poświęconych crowdfundingowi wskazuje się, że motywacja inwestorów wspierających finansowo określony projekt ma bardzo zróżnicowane podłoże. Badania pokazują, że oprócz perspektywy pomnożenia kapitału, która jest podstawowym uzasadnieniem zaangażowania w kampanię finansowania społecznościowego, inwestorzy biorą pod uwagę również pozamaterialne czynniki, takie jak chęć zaistnienia w przestrzeni publicznej⁴⁴ czy względy altruistyczne⁴⁵. Inwestorzy to w dużej mierze osoby, które wierzą w potencjał danego projektu oraz oceniają konkretną inwestycję nie tylko za pomocą analizy finansowej i prognozowanych korzyści materialnych, ale także przez pryzmat tzw. emocjonalnej stopy zwrotu, czyli satysfakcji z udziału w atrakcyjnym, innowacyjnym projekcie, nawet jeśli nie osiągnął on sukcesu komercyjnego⁴⁶. Z tego względu crowdfunding jest wykorzystywany do finansowania działalności, która w innych okolicznościach nie uzyskałaby zainteresowania inwestorów. Motywy przemawiające za udziałem w finansowaniu społecznościowym często mają również związek z identyfikacją regionalną⁴⁷ (tj. chęć wspierania przedsięwzięcia, które wywodzi się z miejsca, z którym inwestor czuje się związany⁴⁸). Potwierdzeniem powyższej tezy może być Towa-

⁴² Tak określane są podmioty, które poszukują finansowania w ramach crowdfundingu, zob. art. 2 ust. 1 pkt h CrowdfundingR.

⁴³ D. Bruntje, O. Gajda, *Crowdfunding in Europe. State of the Art in Theory and Practice*, Londyn 2016, s. 30.

⁴⁴ Lista osób wspierających określoną kampanię crowdfundingową jest zwykle publicznie dostępna na stronie internetowej, za której pośrednictwem prowadzona jest zbiórka. To sprawia, że finansujący bardzo często motywowani są chęcią zdobycia rozpoznawalności wśród danej społeczności. Por. U. Bretschneider, K. Knaub, E. Wieck, *Motivations for crowdfunding: What drives the crowd to invest in start-ups?* Paper presented at the 22nd European Conference on Information Systems (ECIS 2014), Tel Aviv, Israel 2014.

⁴⁵ Por. D. Bruntje, O. Gajda, *Crowdfunding in Europe*, s. 12–13 i przywołana tam literatura.

⁴⁶ K. Król, *Crowdfunding*, s. 84 i n.

⁴⁷ A. Agrawal, C. Catalini, A. Goldfarb, *The geography of crowdfunding*, NET Institute Working Paper 2010, Nr 10–08.

⁴⁸ W ekonomii zjawisko polegające na preferowaniu lokowania środków pieniężnych w aktywności rynku krajowego nazywane jest efektem home bias. Por. więcej: S. Majewski, *Efekt home bias na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, *Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania Uniwersytetu Szczecińskiego* 2008, Nr 11.

rzystwo Sportowe Wisła Kraków S.A. Krakowski klub piłkarski dzięki zaangażowaniu swoich kibiców w zbiórkę crowdfundingu inwestycyjnego w ciągu zaledwie jednego dnia zbierał niebagatelną kwotę 4 mln zł. Z ekonomicznego punktu widzenia tak duże zainteresowanie objęciem akcji spółki może zaskakiwać, zważywszy, że w momencie rozpoczęcia kampanii zadłużenie spółki wynosiło około 40 mln zł⁴⁹.

Crowdfunding w ostatnim czasie staje się coraz bardziej popularną formą alternatywnego finansowania dla małych i średnich przedsiębiorców i zazwyczaj opiera się na niewielkich inwestycjach. Dzięki wpłatom o stosunkowo niewielkiej wartości zebranej od dużej liczby osób sfinansowanie określonego przedsięwzięcia w ramach crowdfundingu staje się łatwiejsze i szybsze w porównaniu z tradycyjnymi metodami pozyskiwania kapitału. Należy jednocześnie podkreślić, że crowdfunding nie jest metodą pozyskiwania kapitału przeznaczoną wyłącznie dla przedsiębiorców. W 2018 r. obywatel Malezji postanowił zorganizować zbiórkę na pokrycie długu publicznego sięgającego prawie 251 mln dol. Kampania zatytułowana „Please help Malaysia” zakończona kwotą niespełna 4 tys. dol.⁵⁰ z całą pewnością nie uchroniła kraju od postępującej zapaści finansowej, ale unaoczniała, że crowdfunding może z powodzeniem być wykorzystywany do finansowania nietypowych i niekomercyjnych przedsięwzięć.

§ 2. Rys historyczny i obecny status rynku crowdfundingu

I. Rozwój crowdfundingu

Niezależnie od tego, że crowdfunding w rozumieniu zdefiniowanym w pkt 1.1 niniejszego rozdziału zaistniał na przełomie XX i XXI w., wraz z upowszechnieniem się Internetu, załączki finansowania społecznościowego można zaobserwować już kilkaset lat wcześniej. Idea ta od samego początku była związana z branżą artystyczną. Za pierwowzór dzisiejszego crowdfundingu można uznać zjawisko subskrypcji, czyli zbierania zapisów na zakup

⁴⁹ P. Rosik, Wisła Kraków przeprowadzi emisję akcji w formie crowdfundingu, Strefa inwestorów, źródło: strefainwestorow.pl/artykuly/crowdfunding/20190117/wisla-krakow-emisja-akcji-crowdfunding [dostęp: 31.3.2023 r.].

⁵⁰ Zob. gogetfunding.com/please-help-malaysia/ [dostęp: 31.3.2023 r.].

określonego utworu wśród zamożnych melomanów. Dzięki subskrypcji kompozytor tworzący określony utwór miał pewność, że jego druk nie przyniesie strat. Dzięki subskrypcji ukazywały się m.in. najwcześniejsze utwory Beethovena⁵¹ czy Mozarta⁵². Innym przykładem zbiórki zbliżonej do crowdfundingu był sposób finansowania podstawy Statuy Wolności. Z inicjatywy *J. Pulitzer*a w 1884 r. zorganizowano ogólnonarodową zbiórkę, dzięki której udało się zebrać ponad 100 tys. dol. na budowę cokołu. W zamian za drobne wpłaty fundatorzy mogli otrzymać miniaturki monumentu⁵³. Bazując na zbliżonych zasadach, w 1997 r. amerykański zespół Marillion zebrał od swoich fanów ok. 60 mln dol. na sfinansowanie trasy koncertowej⁵⁴. Powyższe zbiórki były jednak organizowane bezpośrednio wśród potencjalnych finansujących, bez pośrednictwa wyspecjalizowanych podmiotów łączących strony przedsięwzięcia. Ich przebieg nie odbywał się również przy wykorzystaniu sieci komputerowej, dlatego nie mogą być klasyfikowane jako przykłady crowdfundingu w rozumieniu przyjętym na potrzeby niniejszej monografii.

Za pierwszą platformę crowdfundingową uznaje się uruchomioną w 2003 r. w Stanach Zjednoczonych serwis ArtistShare⁵⁵. Jego głównym założeniem było umożliwienie artystom nawiązywania bezpośredniego kontaktu ze swoimi fanami oraz zdobywania funduszy na realizację projektów muzycznych z pominięciem producentów czy wytwórni. Sukces ArtistShare w gromadzeniu funduszy za pomocą wsparcia rozproszonego grona adresatów stał się inspiracją dla innych przedsiębiorców. Niedługo po rozpoczęciu działalności ArtistShare na rynku amerykańskim zaczęły się pojawiać kolejne serwisy oparte na podobnych założeniach. W 2008 r. powstała platforma Indiegogo⁵⁶, rok później Kickstarter⁵⁷, do dziś utrzymujące pozycję dwóch największych platform crowdfundingowych na świecie. Na sukces rynkowy obu serwisów niewątpliwie miał wpływ ich elastyczny model biznesowy – zarówno Indiegogo, jak i Kickstar-

⁵¹ Por. *D. Gwizdalanka*, *Złoty wiek muzyki kameralnej*, Poznań 2016, s. 50.

⁵² Por. 12 key moments in the history of crowdfunding (so far), źródło: medium.com/@ImpactGuru/12-key-moments-in-the-history-of-crowdfunding-so-far-3f614273d95 [dostęp: 31.3.2023 r.].

⁵³ *A. Spoz*, *Crowdfunding – nowinka czy nowy perspektywiczny model finansowania projektów biznesowych?*, *Roczniki Ekonomii i Zarządzania* 2016, t. 8, Nr 1, s. 188.

⁵⁴ *J. Strähle, L. Bulling*, *Case Study: Marillion* [w:] *J. Strähle* (red.), *Fashion & Music Springer Series in Fashion Business*, Singapur 2018, s. 245 i n.

⁵⁵ Źródło: www.artistshare.com [dostęp: 31.3.2023 r.].

⁵⁶ Źródło: www.indiegogo.com/ [dostęp: 31.3.2023 r.].

⁵⁷ Źródło: www.kickstarter.com/ [dostęp: 31.3.2023 r.].

ter nie ograniczały swojego przeznaczenia wyłącznie do branży muzycznej, ale umożliwiały przeprowadzanie internetowych zbiórek na dowolnie obrany cel.

O ile crowdfunding w modelu donacyjnym i nagrodowym najdynamiczniej rozwinął się w Stanach Zjednoczonych, o tyle za kolebkę crowdfundingu pożyczkowego oraz inwestycyjnego uznaje się z kolei Wielką Brytanię. Pierwszą na świecie platformą crowdfundingu pożyczkowego była założona w 2005 r. Zopa⁵⁸, przyznająca swoim użytkownikom możliwość zawierania umów pożyczek bez pośrednictwa instytucji finansowych czy podmiotów zewnętrznych. Powstały w 2011 r. serwis internetowy Crowdcube⁵⁹ uznaje się z kolei za jedną z pierwszych platform crowdfundingu inwestycyjnego⁶⁰. W 2013 r. brytyjski Urząd Usług Finansowych (ang. *Financial Services Authority*, obecnie *Financial Conduct Authority*) wydał Crowdcube zezwolenie na świadczenie usług polegających na umożliwieniu inwestorom bezpośredniego nabywania praw udziałowych w spółkach poszukujących finansowania za pośrednictwem Internetu⁶¹.

Jak dotąd największym projektem zrealizowanym ze środków zebranych w ramach finansowania społecznościowego była gra Star Citizen⁶². Za pomocą

⁵⁸ Źródło: www.zopa.com/ [dostęp: 31.3.2023 r.].

⁵⁹ Źródło: www.crowdcube.com/ [dostęp: 31.3.2023 r.].

⁶⁰ Z uwagi na brak precyzyjnej definicji platformy crowdfundingu inwestycyjnego trudno jest jednoznacznie rozstrzygnąć, który z podmiotów należy uznać za prekursora. Dla przykładu niektóre źródła za pierwszą na świecie platformę crowdfundingu inwestycyjnego uznają założoną w 2007 r. w Australii platformę Australian Small Scale Offerings Board (ASSOB); tak: The World Bank, *Crowdfunding's Potential for the Developing World 2013*, s. 46, źródło: documents1.worldbank.org/curated/en/409841468327411701/pdf/840000WP0Box380crowdfunding0study00.pdf [dostęp: 22.2.2023 r.].

⁶¹ Źródło: www.crowdcube.com/explore/blog/crowdcube/crowdcube-is-authorized-by-the-fsa [dostęp: 15.5.2023 r.].

⁶² W doniesieniach medialnych można również spotkać informacje, że największą zrealizowaną kampanią crowdfundingową była zbiórka prowadzona przez Block.one, która w 2018 r. zakończyła się wynikiem ponad 4 mld dol. W tym miejscu warto wyjaśnić, że Block.one pozyskiwało środki w ramach tzw. pierwszej oferty tokenów (ang. *Initial Coin Offering*), w ramach której inwestorzy w zamian za wpłacone środki otrzymywali określoną liczbę kryptowalut (w tym wypadku kryptowaluty EOS). Pomimo znaczących podobieństw pomiędzy kampanią crowdfundingową a pierwszą ofertą tokenów obie formy pozyskiwania kapitału podlegają odmiennej kwalifikacji prawnej na gruncie prawa unijnego, a w konsekwencji nie mogą być utożsamiane z prawnego punktu widzenia. Dla przykładu pierwsza oferta tokenów nie została objęta zakresem zastosowania CrowdfundingR (por. motyw 15 CrowdfundingR), zaś przepisy odnoszące się do tej formy finansowania zostały ujęte w projekcie rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie rynków kryptoaktywów i zmieniającego dyrektywę (UE) 2019/1937 (COM/2020/593 *final*). Por. więcej na temat zbiórki Block.one: K. Rooney, *A blockchain start-up just raised \$4 billion*

platformy Kickstarter twórcom udało się zebrać ponad 9 mln dol.⁶³, jednak po zakończeniu kampanii zbiórka była kontynuowana bezpośrednio na stronie internetowej producenta. Ostatecznie na realizację projektu udało się zebrać ponad 378 mln dol.⁶⁴. W zakresie crowdfundingu inwestycyjnego pozycję światowego lidera pod kątem sumy pozyskanych środków uzyskała brytyjska spółka BrewDog, zajmująca się produkcją piwa. Dzięki finansowaniu społecznościowemu browarowi BrewDog do 2020 r. udało się wyemitować nowe akcje o wartości ponad 72 mln dol.⁶⁵, jednak kolejne rundy finansowania nadal trwają⁶⁶.

II. Obecny stan rynku crowdfundingu

Crowdfunding jako metoda pozyskiwania środków finansowych rozwija się w dynamicznym tempie, co niewątpliwie związane jest z ogólnym wzrostem zainteresowania rynkiem alternatywnych finansów⁶⁷. *Rotem Shneor* wskazuje, że na taki stan rzeczy wpływ miało kilka podstawowych czynników. Po pierwsze, kryzys finansowy, który miał miejsce w 2008 r., przyczynił się do znaczącego zaostrzenia przepisów regulujących sektor bankowy i w konsekwencji ograniczenia możliwości finansowania przez banki bardziej ryzykownych przedsięwzięć gospodarczych. Po drugie, załamanie na rynku finansowym podważyło też zaufanie opinii publicznej do tradycyjnych instytucji finansowych i zwiększyło popularność alternatywnych metod pozyskiwania kapitału, opartych na bardziej demokratycznych i transparentnych zasadach. Po trzecie, niektóre branże (m.in. związane z kulturą lub działalnością kreatywną) doświadczyły trudności w dostępie do tradycyjnych form finansowania, co zaowocowało poszukiwaniem innych źródeł kapitału. Po czwarte, dynamiczny

without a live product, CNBC, źródło: www.cnbc.com/2018/05/31/a-blockchain-start-up-just-raised-4-billion-without-a-live-product.html [dostęp: 5.4.2023 r.].

⁶³ Zob. *R. Weber*, Star Citizen funding now over \$9m. Money continues to pour in for Cloud Imperium Games, Game Industry, źródło: www.gamesindustry.biz/articles/2013-04-30-star-citizen-funding-now-over-USD9m [dostęp: 5.4.2023 r.].

⁶⁴ Źródło: robertspaceindustries.com/funding-goals [dostęp: 5.4.2023 r.].

⁶⁵ Źródło: www.scotsman.com/business/brewdog-turn-beer-vodka-1387613 [dostęp: 31.3.2023 r.].

⁶⁶ Źródło: www.brewdog.com/uk/equityforpunks/tomorrow-raise/welcome [dostęp: 31.3.2023 r.].

⁶⁷ *R. Shneor*, The Context: The Crowdfunding Market and Its Recent Development [w:] *E. Macchiavello* (red.), Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: A Commentary, Cheltenham 2022, s. 15.

rozwój Internetu oraz upowszechnienie się mediów społecznościowych wykreowały nowe możliwości w zakresie komunikacji i docierania do osób potencjalnie zainteresowanych wzajemną współpracą⁶⁸. W 2023 r. światowy rynek crowdfundingu wyceniany był na 16,5 mld dol.⁶⁹, zaś całkowita liczba kampanii crowdfundingowych przeprowadzonych tylko w ciągu tego roku szacowana jest na ponad 6 455 080⁷⁰. Wskazuje się również, że zgodnie ze stanem na 2022 r. w całej Europie aktywnych było 361 platform crowdfundingowych⁷¹, a w samych Stanach Zjednoczonych – ponad 1400⁷². Największa łączna wartość transakcji crowdfundingowych została osiągnięta w Stanach Zjednoczonych, a inne kraje o największym udziale w światowym rynku finansowania społecznościowego to Japonia, Korea Południowa, Zjednoczone Królestwo i Niemcy⁷³. Dane dotyczące rynku crowdfundingu w UE wskazują, że kraje, w których wartość transakcji finansowania społecznościowego osiągnęła najwyższy poziom, to kolejno: Niemcy, Francja, Włochy, Królestwo Niderlandów, Norwegia⁷⁴. Obecnie prognozuje się, że do 2030 r. globalny rynek crowdfundingu osiągnie wartość ponad 59 mld dol.⁷⁵. Na marginesie warto dodać, że cechą charakterystyczną europejskiego rynku crowdfundingu jest stosunkowo wysoki procentowy udział modeli nieinwestycyjnych, tj. nagrodowych czy donacyjnych, który wynosi 28%. Dla porównania w regionie Azji i Pacyfiku udział nieinwestycyjnych modeli w ogólnym rynku crowdfundingu wynosi 7%, w Afryce Subsaharyjskiej 6%, Ameryce Północnej i na Bliskim Wschodzie 2% oraz zaledwie 1% w Chinach i Ameryce Łacińskiej⁷⁶.

⁶⁸ *Ibidem*, s. 16.

⁶⁹ Zob. Crowdfunding Market: Global Industry Trends, Share, Size, Growth, Opportunity and Forecast 2023–2028, źródło: www.imarcgroup.com/crowdfunding-market [dostęp: 26.2.2023 r.].

⁷⁰ Por. Crowdfunding Statistics: Market Size and Growth. Maddie Shepherd, 23.1.2023 r., źródło: www.fundera.com/resources/crowdfunding-statistics [dostęp: 26.2.2023 r.].

⁷¹ R. Luft, A. Weinert, Analysis of the Crowdfunding European Market: Performance and Perspectives, *European Research Studies Journal* 2021, vol. XXIV, issue 4, s. 632.

⁷² Źródło: www.zippia.com/advice/crowdfunding-statistics/ [dostęp: 26.2.2023 r.].

⁷³ Źródło: www.statista.com/outlook/dmo/fintech/digital-capital-raising/crowdfunding/worldwide#global-comparison [dostęp: 26.2.2023 r.].

⁷⁴ European Crowdfunding Market Outlook 2023, źródło: www.maxcrowdfund.nl/en/blog/european-crowdfunding-market-outlook-2023?hs_amp=true/ [dostęp: 26.2.2023 r.].

⁷⁵ Crowdfunding Global Market Report 2023: Technology Innovation in Crowdfunding Platforms Drives Growth, źródło: www.globenewswire.com/news-release/2023/02/21/2612480/0/en/Crowdfunding-Global-Market-Report-2023-Technology-Innovation-in-Crowdfunding-Platforms-Drives-Growth.html [dostęp: 26.2.2023 r.].

⁷⁶ R. Shneor, *The Context: The Crowdfunding Market*, s. 19. Zdaniem autora taki stan rzeczy może wynikać ze stosunkowo łatwego dostępu do kredytów lub innych form finansowania ofero-

Skupiając się wyłącznie na crowdfundingu inwestycyjnym, należy wskazać, że całkowita wartość transakcji przeprowadzonych w 2020 r. wynosiła ponad 4 mld dol. na całym świecie⁷⁷, z czego 280 mln dol. zostało zebranych w krajach będących członkami UE⁷⁸. Światowym liderem pod tym względem były: Wielka Brytania (549 mln dol.⁷⁹), Stany Zjednoczone (332 mln dol.⁸⁰), Singapur (206 mln dol.⁸¹).

Brak jest jednoznacznych i zweryfikowanych danych dotyczących udziału konkretnych państw członkowskich UE w unijnym rynku crowdfundingu inwestycyjnego. Zgodnie jednak z opublikowanymi informacjami za 2020 r. największym rynkiem crowdfundingu inwestycyjnego w UE⁸² było Królestwo Niderlandów, następnie Szwecja oraz Finlandia⁸³. Inne źródła jako liderów tego rynku wskazuje kolejno Włochy, Francję oraz Hiszpanię, z wartością odpowiednio: 67 mln dol.⁸⁴, 62 mln dol.⁸⁵, 55 mln dol.⁸⁶. Nie ma natomiast wątpliwości, że w każdym z tych krajów zwiększenie popularności finansowania społecznościowego było skorelowane z postępującą transformacją cyfrową gospodarki oraz rozwojem tzw. alternatywnych finansów⁸⁷, czyli usług finansowych świadczonych przez podmioty niebędące tradycyjnymi, regulowanymi instytucjami finansowymi⁸⁸.

wanych przez tradycyjne instytucje finansowe, jak również wyższego odsetka wsparcia rządowego w porównaniu z innymi regionami świata.

⁷⁷ Źródło: www.statista.com/statistics/946668/global-crowdfunding-volume-worldwide-by-type/ [dostęp: 31.3.2023 r.].

⁷⁸ Equity-based crowdfunding transaction value in Europe (excluding the UK) from 2013 to 2020, źródło: www.statista.com/statistics/412460/europe-alternative-finance-transaction-value-equity-crowdfunding/ [dostęp: 31.3.2023 r.].

⁷⁹ The 2nd Global Alternative Finance Market Benchmarking Report, Cambridge Judge Business School, Cambridge 2021, s. 75.

⁸⁰ *Ibidem*, s. 125.

⁸¹ *Ibidem*, s. 103.

⁸² Z wyłączeniem Wielkiej Brytanii.

⁸³ Źródło: finanso.se/european-equity-based-crowdfunding-market-to-top-2-3bn-in-2020/ [dostęp: 31.3.2023 r.].

⁸⁴ R. Shneor, *The Context: The Crowdfunding Market*, s. 22.

⁸⁵ France, Current State of Crowdfunding 2021, źródło: www.crowdfundinghub.eu/france-current-state-of-crowdfunding-2021/ [dostęp: 15.3.2023 r.]. Źródło wskazuje na wartość 59,2 mln euro. Przeliczenia dokonano wg oficjalnego kursu Europejskiego Banku Centralnego z 15.3.2023 r.

⁸⁶ R. Shneor, *The Context: The Crowdfunding Market*, s. 22.

⁸⁷ The 2nd Global Alternative Finance Market Benchmarking Report, s. 71.

⁸⁸ *Ibidem*, s. 30.