

UNIwersytet Śląski w Katowicach
Wydział Prawa i Administracji
Instytut Nauk Prawnych

Aleksandra Ossowska

Crowdfunding inwestycyjny w Polsce na tle prawa Unii Europejskiej

Rozprawa doktorska napisana pod kierunkiem
prof. dr. hab. Wojciecha Popiołka

Katowice, 2023

Pragnę serdecznie podziękować Panu prof. dr. hab. Wojciechowi Popiołkowi za nieocenioną pomoc udzieloną podczas pisania niniejszej rozprawy.

Dziękuję również mojej Mamie oraz mojemu Mężowi za nieustanne wsparcie i motywację.

SPIS TREŚCI

WYKAZ WAŻNIEJSZYCH SKRÓTÓW	6
WSTĘP	8
1. Przedmiot badań i uzasadnienie wyboru pracy	8
2. Określenie problemu badawczego	9
3. Układ pracy	10
4. Metodologia	12
5. Obecny stan wiedzy na temat problemu badawczego.....	13
ROZDZIAŁ I GENEZA CROWDFUNDINGU	15
1. Wprowadzenie do problematyki crowdfundingu	15
1.1. Pojęcie crowdfundingu	15
1.2. Typologia modeli crowdfundingu	17
1.3. Uzasadnienie gospodarcze crowdfundingu	21
2. Rys historyczny i obecny status rynku crowdfundingu	24
2.2. Rozwój crowdfundingu	24
2.3. Obecny stan rynku crowdfundingu	27
3. Rozwój ram prawnych dla crowdfundingu inwestycyjnego	31
3.1. Wielka Brytania	32
3.2. Stany Zjednoczone	34
ROZDZIAŁ II GENEZA ROZPORZĄDZENIA 2020/1503	38
1. Regulacje crowdfundingu inwestycyjnego w wybranych krajach Unii Europejskiej przed uchwaleniem Rozporządzenia 2020/1503.....	38
1.1. Włochy	39
1.2. Francja	43
1.3. Finlandia	47
1.4. Hiszpania	49
1.5. Polska	53
1.6. Szwecja	57
2. Motywy przemawiające za uchwaleniem Rozporządzenia 2020/1503.....	60
3. Wnioski	65
ROZDZIAŁ III MODEL REGULACJI CROWDFUNDINGU INWESTYCYJNEGO W ROZPORZĄDZENIU 2020/1503	69
1. Czynniki determinujące model regulacji crowdfundingu inwestycyjnego	69

1.1. Usługa finansowania społecznościowego na gruncie Rozporządzenia 2020/1503	71
1.2. Dostawca usług finansowania społecznościowego jako podmiot rynku finansowego	76
1.3. Obowiązek skutecznego i ostrożnego zarządzania	78
1.4. Zarządzanie konfliktami interesów	84
1.5. Obowiązki w zakresie zachowania należytej staranności względem właścicieli projektów oraz obiektywnej ocena projektów	89
1.6. Obowiązki związane z prowadzeniem tablicy ogłoszeń	90
2. Nadzór nad rynkiem crowdfundingu inwestycyjnego	93
2.1. Procedura udzielania zezwolenia na prowadzenie działalności w charakterze dostawców usług finansowania społecznościowego.	99
2.2. Transgraniczne świadczenie usług crowdfundingu inwestycyjnego	103
3. Stopień ingerencji w relacje między dostawcą usług finansowania społecznościowego a klientem	105
3.1. Podział na inwestorów doświadczonych oraz inwestorów niedoświadczonych oraz wynikające z tego konsekwencje	106
3.2. Arkusz kluczowych informacji inwestycyjnych	115
3.3. Odpowiednia redakcja komunikatów marketingowych	118
3.4. Obowiązek równego traktowania poszczególnych właścicieli projektów i ofert finansowania społecznościowego	119
4. Zasady odpowiedzialności cywilnej za szkody wyrządzone w ramach świadczenia usług crowdfundingu inwestycyjnego	120
4.1. Odpowiedzialność dostawców usług finansowania społecznościowego względem klientów	121
4.2. Odpowiedzialność właścicieli projektów względem inwestorów	123
5. Proporcjonalność modelu regulacji crowdfundingu inwestycyjnego przyjętego w Rozporządzeniu 2020/1503	124
5.1. Ocena modelu regulacji crowdfundingu inwestycyjnego przyjętego w Rozporządzeniu 2020/1503 z perspektywy kryterium odpowiedniości	126
5.2. Ocena modelu regulacji crowdfundingu inwestycyjnego przyjętego w Rozporządzeniu 2020/1503 z perspektywy kryterium konieczności	128
5.3. Ocena modelu regulacji crowdfundingu inwestycyjnego przyjętego w Rozporządzeniu 2020/1503 z perspektywy kryterium współmierności	129
6. Wnioski	139
ROZDZIAŁ IV WPLYW ROZPORZĄDZENIA 2020/1503 NA RYNEK CROWDFUNDINGU INWESTYCYJNEGO W POLSCE	142

1.	Wprowadzenie.....	142
2.	Ustawa ECSP	143
2.2.	Komisja Nadzoru Finansowego jako organ właściwy do nadzoru nad dostawcami usług finansowania społecznościowego	145
2.3.	Sankcje administracyjne za naruszenie przepisów Rozporządzenia 2020/1503 lub przepisów krajowych wydanych na jego podstawie	147
2.4.	Sankcje karne za nieuprawnione świadczenie usług finansowania społecznościowego	149
2.5.	Odpowiedzialność za poprawność i prawdziwość informacji podawanych w arkuszu kluczowych informacji inwestycyjnych	152
2.6.	Tajemnica zawodowa	159
2.7.	Dokumenty informacyjne sporządzane w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych	166
2.8.	Zakaz publicznego promowania nabycia lub objęcia udziałów w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością	169
3.	Rynek crowdfundingu inwestycyjnego w Polsce po uchwaleniu Rozporządzenia 2020/1503.....	180
3.1.	Stan rynku crowdfundingu inwestycyjnego w Polsce po rozpoczęciu obowiązywania Rozporządzenia 2020/1503	180
3.3.	Badania empiryczne dotyczące potencjalnego wpływu Rozporządzenia 2020/1503 na rynek crowdfundingu inwestycyjnego w Polsce	191
4.	Rynek crowdfundingu inwestycyjnego w wybranych krajach Unii Europejskiej po uchwaleniu Rozporządzenia 2020/1503.....	199
4.1.	Królestwo Niderlandów	201
4.2.	Hiszpania	202
4.3.	Włochy	204
4.4.	Francja	205
4.5.	Niemcy	206
5.	Wnioski	209
	ZAKOŃCZENIE	217
	BIBLIOGRAFIA	225
	TABELE ORAZ WYKRESY	257

Wykaz ważniejszych skrótów

Dyrektywa 2014/65/UE – Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2014/65/UE w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (przekształcenie) (*OJ L 173, 12.6.2014, p. 349–496*)

Dyrektywa 2015/2366 - Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2015/2366 z dnia 25 listopada 2015 r. w sprawie usług płatniczych w ramach rynku wewnętrznego, zmieniająca dyrektywy 2002/65/WE, 2009/110/WE, 2013/36/UE i rozporządzenie (UE) nr 1093/2010 oraz uchylająca dyrektywę 2007/64/WE (*OJ L 337, 23.12.2015, p. 35–127*)

EBA - Europejski Urząd Nadzoru Bankowego

ESMA - Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych

FATF - Grupa Specjalna ds. Przeciwdziałania Praniu Pieniędzy

GIIF - Generalny Inspektor Informacji Finansowej

RCL – Rządowe Centrum Legislacji

Rozporządzenie 2020/1503 - Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/1503 z dnia 7 października 2020 r. w sprawie europejskich dostawców usług finansowania społecznościowego dla przedsięwzięć gospodarczych oraz zmieniające rozporządzenie (UE) 2017/1129 i dyrektywę (UE) 2019/1937 (*OJ L 347, 20.10.2020, p. 1–49*)

SA - Sąd Administracyjny

SN - Sąd Najwyższy

TSUE - Trybunał Sprawiedliwości Unii Europejskiej

UE - Unia Europejska

UOKiK - Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów

Ustawa ECSP - ustawa z dnia 7 lipca 2022 r. o finansowaniu społecznościowym dla przedsięwzięć gospodarczych i pomocy kredytobiorcom (Dz. U. z 2022 r. poz. 1488)

Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi - ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz. U. z 2023 r. poz. 646)

Ustawa o ofercie publicznej - ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz. U. z 2020 r. poz. 2080 ze zm.)

Wstęp

1. Przedmiot badań i uzasadnienie wyboru pracy

Crowdfunding inwestycyjny to innowacyjna metoda pozyskiwania kapitału. Pojęcie crowdfunding stanowi kombinację dwóch słów: „tłum” i „finansowanie”, co oznacza, że określony projekt jest finansowany przez dużą liczbę osób. Crowdfunding inwestycyjny (zwany również udziałowym) jest rodzajem crowdfundingu przeznaczonym wyłącznie dla spółek handlowych. Istotą crowdfundingu inwestycyjnego jest pozyskiwanie kapitału od wielu inwestorów w zamian za prawa udziałowe w kapitale zakładowym spółki. Cały proces odbywa się w przestrzeni cyfrowej- kampanie crowdfundingu inwestycyjnego są przeprowadzane za pośrednictwem internetowych platform, które umożliwiają kojarzenie dwóch stron transakcji (tj. spółki i inwestora).

Do dnia 10 listopada 2021 r. nie obowiązywały w Unii Europejskiej jednolite przepisy regulujące crowdfunding inwestycyjny. Poszczególne kraje członkowskie wprowadziły do swoich porządków prawnych przepisy regulujące pozyskiwanie finansowania tą metodą, jednak miały one charakter fragmentaryczny i były dostosowane wyłącznie do specyfiki potrzeb lokalnych rynków i inwestorów. Brak jednolitych w całej Unii przepisów prawnych, które w sposób kompleksowy i niebudzący wątpliwości regulowałyby finansowanie społecznościowe, znacząco utrudniał pozyskiwanie środków tą metodą na dużą skalę, jak również prowadził do obniżenia poziomu ochrony inwestorów. Wobec braku jednolitych przepisów pozyskiwanie kapitału za pomocą crowdfundingu wzbudzało do tej pory wiele wątpliwości. Szczególnie wiele niejasności wywoływała działalność operatorów platform crowdfundingu inwestycyjnego, która swoją istotą zbliża się do działalności firm inwestycyjnych (a więc podmiotów podlegających ścisłemu nadzorowi krajowych organów nadzoru finansowego). W październiku 2020 r. Unia Europejska przyjęła Rozporządzenie 2020/1503, które przewiduje rewolucyjne zmiany w tym obszarze, jednak zakres regulacyjny i potencjalny wpływ tego aktu na rynek crowdfundingu inwestycyjnego w poszczególnych państwach członkowskich Unii Europejskiej jest nadal niejasny. Istniejące wątpliwości prawne są

nie do zaakceptowania, biorąc pod uwagę, że w niektórych okolicznościach niewłaściwa klasyfikacja działań podejmowanych w ramach crowdfundingu inwestycyjnego może prowadzić do naruszenia podstawowych zasad rynku kapitałowego i rażącego ograniczenia ochrony uczestników rynku.

Przedmiotem niniejszej rozprawy doktorskiej jest problematyka unormowania crowdfundingu inwestycyjnego w Polsce na tle prawa Unii Europejskiej. Analiza tego zagadnienia została zasadniczo przeprowadzona podstawie przepisów Rozporządzenia 2020/1503. Mimo, iż rozprawa koncentruje się na polskim porządku prawnym, badania mają również szerokie odniesienie do kontekstu międzynarodowego. W rozprawie przeanalizowano rozwiązania przyjęte w wybranych państwach członkowskich Unii Europejskiej przed uchwaleniem jednolitych unijnych ram prawnych (Włochy, Francja, Hiszpania, Finlandia, Polska, Szwecja), jak również stan unijnego rynku crowdfundingu inwestycyjnego po kilkunastu miesiącach obowiązywania Rozporządzenia 2020/1503. W rozprawie opisano również zjawisko crowdfundingu inwestycyjnego w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii – krajach będących niekwestionowanymi liderami pod względem liczby przeprowadzonych akcji crowdfundingowych oraz ich skali.

2. Określenie problemu badawczego

Głównym problemem badawczym rozprawy jest udzielenie odpowiedzi na następujące pytania:

1. Jakie cele przyświecały przyjęciu Rozporządzenia 2020/1503?
2. Czy model regulacji prawnej przyjęty w Rozporządzeniu 2020/1503 spełnia kryterium proporcjonalności, zachowując równowagę między interesem publicznym a interesem operatorów platform crowdfundingu inwestycyjnego?
3. Jak przyjęcie Rozporządzenia 2020/1503 wpłynęło na rynek crowdfundingu inwestycyjnego w Polsce?

Przeprowadzona wstępna analiza pozwoliła na sformułowanie następujących hipotez szczegółowych:

1. Kluczowym determinantem rozwoju rynku crowdfundingu inwestycyjnego jest przyjęcie optymalnego modelu regulacji, który zachowuje odpowiednią proporcję pomiędzy stymulowaniem konkurencyjności rynku a ochroną interesu publicznego.
2. Brak przepisów, które w sposób kompleksowy i proporcjonalny regulowałyby finansowanie społecznościowe w Polsce znacząco utrudniał rozwój rynku crowdfundingu inwestycyjnego oraz prowadził do obniżenia ochrony praw inwestorów.
3. Rozporządzenie 2020/1503 spełnia kryterium proporcjonalności, zachowując równowagę między interesem publicznym a interesem operatorów platform crowdfundingu inwestycyjnego.
4. Niektóre z rozwiązań przyjętych w polskich przepisach zapewniających stosowanie Rozporządzenia 2020/1503 mogą ograniczyć konkurencyjność rynku crowdfundingu inwestycyjnego w Polsce na tle innych państw członkowskich Unii Europejskiej jak również utrudnić dostęp do finansowania małym i średnim przedsiębiorstwom.

Wskazane powyżej hipotezy szczegółowe, wynikające z analizy regulacji prawnych skłoniły autorkę do postawienia hipotezy głównej, zgodnie z którą przyjęcie Rozporządzenia 2020/1503 przyczyni się do profesjonalizacji rynku crowdfundingu w Polsce oraz zwiększenia standardu ochrony inwestorów.

3. Układ pracy

Rozprawa doktorska została podzielona na cztery rozdziały.

Rozdział pierwszy ma charakter wprowadzający do problematyki crowdfundingu. Wyjaśniono w nim etymologię pojęcia „crowdfunding”, przedstawiono ekonomiczny cel tego zjawiska oraz scharakteryzowano wszystkie jego typy ze szczególnym uwzględnieniem crowdfundingu inwestycyjnego. W tej części pracy przedstawiono również rys historyczny kształtowania się finansowania społecznościowego na świecie oraz obecny stan rozwoju rynku crowdfundingu. Mimo, że w rozdziale pierwszym nie dokonano weryfikacji żadnej z hipotez badawczych, to stanowi on nieodzowną część rozprawy, w której zdefiniowano pojęcia wykorzystywane w kolejnych rozdziałach.

W rozdziale drugim przeanalizowano podejście regulacyjne do crowdfundingu inwestycyjnego w wybranych krajach Unii Europejskiej tj. we Włoszech, Francji, Hiszpanii, Finlandii, Polsce i Szwecji. Metodologia doboru krajów do analizy zakładała porównanie stanu crowdfundingu inwestycyjnego w państwach posiadających kompleksowe ramy prawne dla pozyskiwania środków tą metodą oraz w państwach, w których finansowanie społecznościowe odbywało się na podstawie ogólnych przepisów właściwych dla rynku finansowego. Rozdział drugi zawiera również wyjaśnienie motywów przemawiających za przyjęciem Rozporządzenia 2020/1503 oraz charakterystykę przebiegu procesu legislacyjnego w zakresie jednolitych ram prawnych dla crowdfundingu inwestycyjnego w Unii Europejskiej. W rozdziale weryfikacji zostały poddane hipotezy badawcze, zakładające że kluczowym determinantem rozwoju rynku crowdfundingu inwestycyjnego jest przyjęcie optymalnego modelu regulacji, który zachowuje odpowiednią proporcję pomiędzy stymulowaniem konkurencyjności rynku a ochroną interesu publicznego oraz że brak przepisów, które w sposób kompleksowy i proporcjonalny regulowałyby finansowanie społecznościowe w Polsce, znacząco utrudniał rozwój rynku crowdfundingu inwestycyjnego oraz prowadził do obniżenia ochrony praw inwestorów.

Rozdział trzeci koncentruje się na analizie modelu regulacji crowdfundingu inwestycyjnego przyjętego w Rozporządzeniu 2020/1503, obejmującej następujące kwestie: zakres przedmiotowy regulacji, rozumiany jako określenie katalogu czynności, których podejmowanie przyporządkowane jest właściwym przepisom, zakres podmiotowy regulacji, rozumiany jako określenie katalogu podmiotów, które mogą dokonywać tych czynności w ramach swojej działalności gospodarczej, ramy nadzoru nad wykonywaniem tej działalności, stopień ingerencji w relacje między podmiotem prowadzącym taką działalność a klientem oraz zasady odpowiedzialności. W rozdziale zweryfikowano hipotezę badawczą, zgodnie z którą Rozporządzenie 2020/1503 spełnia kryterium proporcjonalności, zachowując równowagę między interesem publicznym a interesem operatorów platform crowdfundingu inwestycyjnego.

W rozdziale czwartym dokonano szczegółowej analizy polskich przepisów zapewniających stosowanie unijnych regulacji w zakresie finansowania społecznościowego, scharakteryzowano rynek crowdfundingu inwestycyjnego po

wejściu w życie Rozporządzenia 2020/1503 i przedstawiono wstępne wnioski dotyczące wpływu tego aktu pewnego na rozwój usług finansowania społecznościowego w Polsce na tle innych państw członkowskich Unii Europejskiej: Francji, Włoch, Królestwa Niderlandów, Niemiec oraz Hiszpanii. W rozdziale dokonano weryfikacji hipotezy, zgodnie z którą niektóre z rozwiązań przyjętych w polskich przepisach zapewniających stosowanie Rozporządzenia 2020/1503 mogą ograniczyć konkurencyjność rynku crowdfundingu inwestycyjnego w Polsce na tle innych państw członkowskich Unii Europejskiej jak również utrudnić dostęp do finansowania małym i średnim przedsiębiorstwom oraz hipotezę główną zakładającą, że Rozporządzenia 2020/1503 przyczyni się do profesjonalizacji rynku crowdfundingu w Polsce oraz zwiększenia standardu ochrony inwestorów.

W zakończeniu podsumowano sformułowane we wcześniejszych rozdziałach wnioski.

4. Metodologia

W rozprawie doktorskiej zastosowano trzy metody badawcze: dogmatyczną, empiryczną oraz – w ograniczonym zakresie - prawnoporównawczą.

Zasadniczą metodą badawczą wykorzystaną w rozprawie doktorskiej jest metoda dogmatyczna, niezbędna do przeprowadzenia analizy poszczególnych przepisów. Metoda ta posłużyła do zidentyfikowania aktów prawnych, które mogą mieć zastosowanie do crowdfundingu inwestycyjnego oraz określenia zakresu obowiązków spółek pozyskujących kapitał tą metodą jak również do dokonania kwalifikacji prawnej działalności dostawców usług finansowania społecznościowego. Szczególny nacisk został położony na analizę przepisów Rozporządzenia 2020/1503 oraz motywów i genezy jego przyjęcia jak również krajowych przepisów prawnych zapewniających stosowanie tego aktu prawnego, w szczególności Ustawy ECSP. Metoda dogmatyczna została również wykorzystywana do zbadania poglądów przedstawicieli nauki prawa oraz orzecznictwa odnośnie do analizowanego zagadnienia i wykładni przepisów.

Metoda empiryczna została zastosowana w celu scharakteryzowania praktyki funkcjonowania dostawców usług finansowania społecznościowego oraz ustalenia

faktycznego przebiegu procesu pozyskiwania kapitału tą metodą. Metoda empiryczna posłużyła również do analizy danych zastanych w zakresie stanu rynku crowdfundingu inwestycyjnego w Polsce i na świecie. Do badań empirycznych wykorzystanych w rozprawie zaliczają się również badania ankietowe przeprowadzane wśród potencjalnych dostawców usług finansowania społecznościowego oraz wywiad ekspercki z przedstawicielem polskiego rynku crowdfundingu inwestycyjnego.

Metoda prawnoporównawcza została w pracy wykorzystana do analizy przepisów regulujących zagadnienie crowdfundingu w obcych porządkach prawnych - w szczególności Wielkiej Brytanii, Stanów Zjednoczonych, Francji, Hiszpanii, Włoszech, Szwecji oraz Finlandii. W rozprawie przeprowadzono badanie publikacji naukowych oraz oficjalnych wytycznych zagranicznych organów nadzoru finansowego. Metoda prawnoporównawcza posłużyła nie tylko do opisu rozwiązań przyjętych w obcych porządkach prawnych, ale także do ustalenia różnic i udzielenia odpowiedzi na pytanie, jak te różnice mogą wpływać na rynek crowdfundingu oraz sformułowania postulatów *de lege ferenda*.

W trakcie przygotowania rozprawy wykorzystano bogatą literaturą krajową i zagraniczną. Analiza obejmowała informacje zawarte w aktach prawnych, orzeczeniach sądowych, komentarzach, monografiach naukowych oraz stanowiskach i wytycznych ESMA oraz krajowych organów nadzoru finansowego państw członkowskich Unii Europejskiej, Wielkiej Brytanii i Stanów Zjednoczonych.

5. Obecny stan wiedzy na temat problemu badawczego

Na uwagę zasługuje, to, że prawne aspekty pozyskiwania środków w ramach crowdfundingu inwestycyjnego w Polsce na tle prawa Unii Europejskiej nie były, jak dotąd, przedmiotem pogłębionej analizy akademickiej, mimo że wątpliwości pojawiające się na tym tle mają szczególną doniosłość teoretyczną jak i praktyczną. Publikacje naukowe poświęcone zjawisku crowdfundingu inwestycyjnego od strony prawnej nie uwzględniają zmian jakie wprowadza w tym zakresie Rozporządzenie 2020/1503.

Duże znaczenie dla analizowanego problemu badawczego ma monografia autorstwa J. Glanc „*Equity crowdfunding as a regulatory question*”¹ która dogłębnie opisuje zagadnienie regulacji crowdfundingu inwestycyjnego, zwracając uwagę na wyzwania z tym związane jak również prezentując najistotniejsze wnioski płynące z analizy przepisów przyjętych w Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii oraz Włoszech. Wskazana wyżej monografia była jednak redagowana w latach 2017-2018 i zaktualizowana w 2019 r.², a w konsekwencji nie odnosi się w żaden sposób do modelu regulacji prawnej przyjętego na gruncie Rozporządzenia 2020/1503.

W ostatnim roku przygotowywania niniejszej rozprawy ukazała się jeszcze jedna istotna zbiorowa publikacja: „*Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: A Commentary*” pod redakcją naukową E. Macchiavello³. Publikacja ma formę komentarza, w którym autorzy dokonują kompleksowej i krytycznej analizy poszczególnych przepisów Rozporządzenia 1503/2020 jak również prezentują przepisy krajowe wybranych państw członkowskich zapewniających stosowanie unijnych ram prawnych. Publikacja nie zawiera jednocześnie analizy modelu regulacji przyjętego w Rozporządzeniu 2020/1503 z punktu widzenia zasady proporcjonalności oraz pomija zupełnie rynek polski.

Obie wyżej wymienione publikacje stanowiły jednak pomocne źródła przy przygotowywaniu niniejszej rozprawy.

Zważywszy, że uwarunkowania rozwoju rynku crowdfundingu inwestycyjnego w Polsce i w Unii Europejskiej mogą zmieniać się w czasie, niniejsza rozprawa bazuje na regulacjach prawnych aktualnych według stanu na dzień 31.03.2023 r. Również dane empiryczne wykorzystywane w rozprawie obejmują okres nie późniejszy niż koniec pierwszego kwartału 2023 roku.

¹ J. Glanc, *Equity crowdfunding as a regulatory question*, Zurich 2020.

² Ibidem, V.

³ E. Macchiavello, *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business : A Commentary*. Cheltenham 2022.

Rozdział I Geneza crowdfundingu

1. Wprowadzenie do problematyki crowdfundingu

1.1. Pojęcie crowdfundingu

Pojęcie crowdfunding stanowi połączenie słów: *crowd* (tłum) oraz *funding* (finansowanie), co w dosłownym tłumaczeniu z języka angielskiego oznacza gromadzenie środków finansowych wśród „tłumu”⁴. Z tego względu w języku polskim crowdfunding nazywany jest również finansowaniem społecznościowym⁵. Mimo, iż samo zjawisko finansowania określonego przedsięwzięcia przez szerokie grono osób występowało w obrocie gospodarczym od wieków, sam termin „crowdfunding” został po raz pierwszy zaproponowany przez Michaela Sullivana, na blogu fundavlog w 2006 roku⁶ dla zdefiniowania istoty swojego portalu, który umożliwiał przekazanie 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. Dla przykładu, zdaniem E. Burketta, crowdfunding to dowolnie prowadzona forma gromadzenia środków pieniężnych za pomocą sieci komputerowej lub z wykorzystaniem serwisów społecznościowych⁷. K. Buysere, O. Gajda, R. Kleverlaan, D. Marom są zdania, że crowdfunding należy rozumieć jako zbiorowy wysiłek wielu osób, które łączą swoje zasoby i wspierają działania podejmowane przez inne osoby lub organizacje. Zwykle odbywa się to za pośrednictwem

⁴ J.M. Zbiorowska, *Crowdfunding jako nowoczesna forma wsparcia przedsięwzięć społecznych, kulturowych i biznesowych*, *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia* nr 3/2016 (81), s. 286.

⁵ D. T. Dziuba, *Ekonomika crowdfundingu. Zarys problematyki badawczej*, Warszawa 2015, s.9. W niniejszej pracy pojęcie „crowdfunding” będzie używane wymiennie z pojęciem „finansowanie społecznościowe”.

⁶ 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”, Vol. 28, Issue 8, 2011, s. 6.

⁷ E. Burkett, *A Crowdfunding Exemption...*, op.cit., s. 66.

Internetu. Poszczególne projekty są finansowane z niewielkich wkładów wielu osób⁸. T. Lambert i A. 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*”⁹. M. Wicks, natomiast, jest zdania, że crowdfunding 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 produkcji¹⁰. W Polsce definicję crowdfundingu zaproponował po raz pierwszy K. Król wskazując, 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*”¹¹.

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

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

Przyczyn upowszechnienia crowdfundingu można niewątpliwie dopatrywać się w rozwijającej się idei ekonomii współdzielenia (ang. *sharing economy*) rozumianej jako współdzielenie dostępu do towarów i usług¹². Warto przy tym nadmienić również, że i sam termin crowdfunding wywodzi się z crowdsourcingu, czyli wykorzystywania pomysłów, propozycji, opinii, zasobów czy środków finansowych szerokiego grona osób.

⁸ K. Buysere, O. Gajda, R. Kleverlaan, D. Marom, *A Framework for European Crowdfunding*, Runtinx 2012, s. 9.

⁹ T. Lambert, A. Schwienbacher, *An Empirical Analysis of Crowdfunding*, “Social Science Research Network”, tom 1578175, numer 1, 2010, s. 30.

¹⁰ M. Wicks, *Crowdfunding-an introduction*, Victoria B.C. 2013, s. 5.

¹¹ K. Król, *Od pomysłu do biznesu dzięki społeczności*, Warszawa 2013, s. 23.

¹² Zob. Więcej na temat idei ekonomii współdzielenia G. Bai, S. R. Velamuri, *Contextualizing the Sharing Economy*, *Journal of Management Studies*, vol. 58, issue 4, 2020, s. 977 i n.

Oba pojęcia pojawiły się w przestrzeni publicznej w zbliżonym czasie. Termin crowdfunding ten został po raz użyty przez J. Howea oraz M. Robinsona w roku 2006¹³.

1.2. Typologia modeli crowdfundingu

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

- a) model donacyjny
- b) model nagrodowy
- c) model pożyczkowy
- d) model inwestycyjny
- e) model hybrydowy¹⁴.

Model donacyjny (ang. *donation-based crowdfunding*) zakłada, że finansujący wpłacają środki na określony cel, przy czym nie jest to związane z jakimkolwiek świadczeniem wzajemnym¹⁵. Crowdfunding donacyjny może przybierać również postać crowdfundingu charytatywnego, w którym uczestnicy wspierają finansowo określoną inicjatywę mającą nieść pomoc potrzebującym¹⁶.

W ramach modelu nagrodowego (ang. *reward-based crowdfunding*) finansujący, w zamian za wsparcie otrzymują określoną korzyść niefinansową (np. drobne upominki lub gadzety kolekcjonerskie) lub uzyskują dostęp do przedsprzedaży określonego produktu lub usługi, niejednokrotnie po niższej cenie niż standardowa¹⁷.

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

¹³ D. T. Dziuba, *Ekonomika crowdfundingu. Zarys..., op.cit.*, s. 11.

¹⁴ Zob. P. Majewski, *Crowdfunding: charakterystyka i typologia*, „Gospodarka narodowa”, 1(301)2020, s. 146-149 i przywołana tam literatura. Zdaniem D.T. Dziuby crowdfunding nagrodowy stanowi podtyp crowdfundingu donacyjnego zob. D. T. Dziuba, *Ekonomika crowdfundingu. Zarys..., op.cit.*, s. 23.

¹⁵ Przykładem platformy crowdfundingu donacyjnego jest serwis www.zrzutka.pl. [dostęp: 31.03.2023 r.].

¹⁶ Przykładem platformy crowdfundingu charytatywnego jest serwis www.siepomaga.pl [dostęp: 31.03.2023 r.].

¹⁷ Przykładami platform crowdfundingu nagrodowego są serwisy www.kickstarter.com oraz www.indiegogo.com [dostęp: 31.03.2023 r.].

przez finansujących¹⁸. Model pożyczkowy może przybierać bardzo zróżnicowaną postać i opierać się m.in. o pożyczki konsumenckie, pożyczki dla przedsiębiorców czy inne instrumenty o charakterze dłużnym np. obligacje¹⁹. Co do zasady, zbierane środki mogą być przeznaczone na dowolny cel zgodny z prawem, jednak w praktyce popularne jest tworzenie platform dedykowanych określonym rodzajom pożyczek np. dla podmiotów realizujących przedsięwzięcia na rynku nieruchomości²⁰.

W modelu inwestycyjnym, zwanym również udziałowym²¹ (ang. *equity crowdfunding*) finansujący otrzymują jednostki udziałowe w kapitale zakładowym spółki beneficjenta (akcje lub udziały w zależności od formy prawnej spółki)²². Z punktu widzenia inwestorów crowdfunding inwestycyjny jest okazją do wparcia finansowego określonej spółki oraz czerpania korzyści w razie jej sukcesu rynkowego. Dla spółek, crowdfunding inwestycyjny stanowi 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 dokonywanym przez szerokie grono inwestorów, pozyskiwanie dużych sum staje się dostępne nawet dla małych przedsiębiorców. Określenie crowdfunding inwestycyjny czasem używane jest również do opisanie metody publicznego oferowania innych niż udziałowe papierów wartościowych²³ 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

¹⁸Przykładami platform crowdfundingu pożyczkowego jest serwis <https://www.mintos.com> [dostęp: 01.04.2023 r.].

¹⁹ Zob. serwis <https://www.thesmbx.com/index.php> [dostęp: 01.04.2021 r.].

²⁰ Zob. serwis www.crowdrealstate.pl [dostęp: 01.04.2023 r.].

²¹ Określenie „crowdfunding udziałowy” w polskim tłumaczeniu może wprowadzać w błąd, biorąc pod uwagę, 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. Zob. <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/equity-crowdfunding/> [dostęp: 05.04.2023 r.].

²² Przykładem platformy crowdfundingu inwestycyjnego jest serwis <https://www.crowdcube.com> [dostęp: 01.04.2023 r.].

²³ Zob. Stanowisko Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego dotyczące zasad funkcjonowania tzw. platform crowdfundingu inwestycyjnego https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Stnowisko_UKNF_dot_platform_crowdfundingu_inwestycyjnego_69487.pdf [dostęp: 05.04.2023 r.].

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% (proporcjonalnie do liczby objętych akcji) oraz vouchery na realizację swoich usług²⁴. 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 pieniężnych²⁵. Ich rola sprowadza się raczej do gromadzenia i prezentowania informacji o finansowanych projektach oraz dostarczeniu odpowiedniej infrastruktury teleinformatycznej umożliwiającej kojarzenie dwóch stron transakcji²⁶.

W tym miejscu warto wyjaśnić, że crowdfunding może odbywać się również z pominięciem pośrednika w postaci platformy crowdfundingowej, na przykład 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 adresatów²⁷.

Najbardziej rozpowszechniony jest model crowdfundingu donacyjnego oraz nagrodowego²⁸ z uwagi na uniwersalny charakter i praktycznie nieograniczone możliwości zastosowania. Za najbardziej skomplikowany i wymagający pod kątem regulacyjnym uważa się crowdfunding inwestycyjny²⁹. O ile każdy model crowdfundingu wiąże się z narażeniem finansujących na określone czynniki ryzyk, o tyle w

²⁴ Zob. <https://beesfund.com/p/edred> [dostęp: 10.04.2021 r.].

²⁵ Wyjątkiem jest rzecz jasna sytuacja, w której platforma crowdfundingową posiada stosowne zezwolenie organu nadzoru na świadczenie wskazanych usług.

²⁶ Zob. P. Majewski, *Crowdfunding: charakterystyka i...*, *op.cit.*, s. 145.

²⁷ A. Szopa, *Charakterystyka modeli i platform crowdfundingowych w Polsce*, [w:] A. Pluszyńska, A. Szopa (red.), *Crowdfunding w Polsce*, Kraków 2018, s. 34.

²⁸ zob. D. T. Dziuba, *Ekonomika crowdfundingu. Zarys...*, *op.cit.*, s. 35.

²⁹ J. Glanc, *Equity crowdfunding as...*, *op.cit.*, s. 19.

crowdfunding inwestycyjnym katalog ten ulega rozszerzeniu³⁰. Wszystkie modele crowdfundingu podatne są na oszustwa wynikające przede wszystkim z poczucia anonimowości w Internecie oraz istnienia asymetrii informacyjnej dotyczącej finansowanych projektów³¹. Istotnym czynnikiem ryzyka pojawiającym się w przypadku każdego modelu jest również ryzyko technologiczne i operacyjne³² 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 wyciekiem lub kradzieżą danych³³.

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 środków³⁴. Aktywa nabywane w drodze finansowania społecznościowego cechują się również niewielką płynnością³⁵ z uwagi na ich niepubliczny charakter i brak plasowania na rynku regulowanym³⁶. Inwestor nabywający akcje lub udziały w ramach crowdfundingu inwestycyjnego musi zatem liczyć się z brakiem możliwości zbycia tych aktywów bez

³⁰ Ibidem, s. 37.

³¹ Zob. J. Glanc, *Equity crowdfunding as...*, op.cit., s. 38.; B. Kindred, *An uneasy balance: professional information and crowdfunding under the JOBS Act*, "Richmond Journal of Law & Technology" 21/2015, s. 16-18.;

³² B. Zheng Zhang, *Sustaining Momentum – the 2nd European Alternative Finance Industry Report*, Cambridge Centre for Alternative Finance 2016, s. 47.

³³ Ibidem.

³⁴ Financial Conduct Authority Call for input to the post-implementation review of the FCA's crowdfunding rules <https://www.fca.org.uk/publication/call-for-input/call-input-crowdfunding-rules.pdf> [dostęp: 05.04.2023 r.].

³⁵ Equity crowdfunding. Considering potential risks and liabilities as the industry grows and matures <https://www.crowdfundinghub.eu/whitepaper-equity-crowdfunding/> [dostęp: 05.04.2021 r.].

³⁶ Zgodnie z art. 14 ust. 1 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi 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.

niekorzystnego wpływu na ich cenę. Może również wystąpić sytuacja, w której zbycie aktywów, a więc wyjście z inwestycji, nie będzie w ogóle możliwe.

Działalność operatorów platform crowdfundingu inwestycyjnego znacząco różni się także od działalności operatorów platform innych modeli crowdfundingu. 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. Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129) oraz obrotu instrumentami finansowymi (Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2014/65/UE). Jednocześnie, działalność operatorów platform crowdfundingu inwestycyjnego swoją istotą zbliża się do działalności firm inwestycyjnych³⁷, 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 rażącego ograniczenia ochrony uczestników rynku.

1.3.Uzasadnienie gospodarcze crowdfundingu

Obserwacja kampanii przeprowadzanych na platformach crowdfundingowych prowadzi do wniosku, że ta metoda finansowania jest szczególnie atrakcyjna dla trzech grup podmiotów³⁸:

- a) lokalnych przedsiębiorców lub osób rozpoznawalnych w danym środowisku o rozbudowanej i zintegrowanej społeczności gotowej wspierać ich przedsięwzięcia³⁹;

³⁷ Zob. Stanowisko Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego dotyczące zasad funkcjonowania tzw. platform crowdfundingu inwestycyjnego, s. 3 i n.

https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Stnowisko_UKNF_dot_platform_crowdfundingu_inwestycyjnego_69487.pdf [dostęp: 05.04.2023 r.]

³⁸ 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.

³⁹ Zob. kampanię crowdfundingową spółki Browar Jastrzębie S.A.

- b) przedsiębiorców typu *start-up*, czyli spółek będących w fazie załóżkowej, rozwijających innowacyjne produkty lub usługi, których wartość i zapotrzebowanie nie zostały jeszcze zweryfikowane przez rynek, a które w przypadku sukcesu mogą oferować inwestorom wysoki zwrot z inwestycji⁴⁰. Dla tego typu podmiotów dostęp do finansowania z tradycyjnych źródeł (np. w formie kredytu lub pożyczki) może w praktyce okazać się utrudniony z uwagi na brak historii działalności czy zdolności kredytowej⁴¹;
- c) rozwiniętych spółek o ugruntowanej pozycji rynkowej, którym crowdfunding daje możliwość zweryfikowania swojej wyceny rynkowej lub zapotrzebowania na nowy produkt lub usługę⁴².

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 publiczne⁴³. 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.

https://zainwestuj.bjsa.pl/?_ga=2.78610076.921419851.1627836464-141787181.1627461825&pk_vid=8ac582f3532c33da1627895822956778 [dostęp: 05.04.2023 r.].

⁴⁰Zob. kampanię crowdfundingową spółki Grow Uperion S.A. <https://crowdconnect.pl> [dostęp: 31.07.2021 r.].

⁴¹M. Rossi, *SMEs' access to finance: An overview from Southern Italy*, European Journal of Business and Social Sciences, 2(11) 2014, 155–164.

⁴²Zob. kampanię crowdfundingową spółki Kubota S.A. <https://crowdconnect.pl> [dostęp: 31.07.2021 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", 1/ 2014.

⁴³Zob. F. Liebert, T. Trzeciak, *Portal crowdfundingowy jako narzędzie wspierające realizację małych projektów*, „Zeszyty naukowe Politechniki Śląskiej”, 1993/2017 s. 259, S. Maj, *Ile kosztuje finansowanie społecznościowe*, „Puls Biznesu” <https://www.pb.pl/ile-kosztuje-finansowanie-spolesznosciowe-968872> [dostęp: 05.04.2023 r.]; zob. 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.

Zbiórki crowdfundingowe zakończone sukcesem bardzo często zwiastują dalszy, dynamiczny rozwój projektu, gdyż inwestorzy w dużej liczbie przypadków stają się później konsumentami danego produktu lub usługi⁴⁴. Informacje pozyskane przez właścicieli projektów⁴⁵ 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 usług⁴⁶.

W publikacjach poświęconych crowdfindingowi 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 publicznej⁴⁷ czy względy altruistyczne⁴⁸. Inwestorzy to w dużej mierze osoby, którzy 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 komercyjnego⁴⁹. Z tego względu crowdfunding wykorzystywany jest do finansowania działalności, która w innych okolicznościach nie uzyskaby zainteresowania inwestorów. Motywy przemawiające za udziałem w finansowaniu społecznościowym często mają również związek z identyfikacją regionalną⁵⁰ (tj. chęć wspierania

⁴⁴ D. Kaczan, *Crowdfunding jako innowacyjna metoda finansowania projektów przez społeczeństwo na przykładzie branży fintech*, „Zarządzanie mediami”, Tom 7(2)2019, s. 121.

⁴⁵ Tak określane są podmioty, które poszukują finansowania w ramach crowdfundingu, zob. art.2 ust. 1 pkt h Rozporządzenia 2020/1503.

⁴⁶ D. Bruntje, O. Gajda, *Crowdfunding in Europe. State of the Art in Theory and Practice*, Londyn 2016, s. 30.

⁴⁷ Lista osób wspierających określoną kampanię crowdfundingową jest zwykle publicznie dostępna na stronie internetowej, za pośrednictwem której prowadzona jest zbiórka. To sprawia, że finansujący bardzo często motywowani są chęcią zdobycia rozpoznawalności wśród danej społeczności. Zob. więcej: 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.

⁴⁸ Zob. D. Bruntje, O. Gajda, *Crowdfunding in Europe...*, *op.cit.*, s. 12-13 i przywołana tam literatura.

⁴⁹ K. Król, *Crowdfunding. Od pomysłu...*, *op.cit.*, s. 84 i n.

⁵⁰ Agrawal, A., Catalini, C., & Goldfarb, A. (2010). The geography of crowdfunding (NET Institute Working Paper No. 10-08).

przedsięwzięcia, które wywodzi się z miejsca, z którym inwestor czuje się związany⁵¹). Potwierdzeniem powyższej tezy może być Towarzystwo Sportowe Wisła Kraków Spółka Akcyjna. Krakowski klub piłkarski dzięki zaangażowaniu swoich kibiców w zbiórkę crowdfundingu inwestycyjnego w ciągu zaledwie jednego dnia uezbiarał niebagatelną kwotę 4 milionów złotych. Z ekonomicznego punktu widzenia tak duże zainteresowanie objęciem akcji spółki może zaskakiwać, zważywszy że w momencie rozpoczęcia kampanii zadłużenie spółki wynosiło około 40 milionów złotych⁵².

Crowdfunding w ostatnim czasie staje się coraz bardziej popularną formą alternatywnego finansowania dla małych i średnich przedsiębiorstw 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 do tradycyjnych metod 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 milionów dolarów. Kampania zatytułowana „*Please help Malaysia*” zakończona kwotą niespełną 4 tysięcy dolarów⁵³ z całą pewnością nie uchroniła kraju od postępującej zapaści finansowej, ale jasno unaoczniała, że crowdfunding może z powodzeniem być wykorzystywany do finansowania nietypowych i niekomercyjnych przedsięwzięć.

2. Rys historyczny i obecny status rynku crowdfundingu

2.2. Rozwój crowdfundingu

⁵¹ W ekonomii, zjawisko polegające na preferowaniu lokowania środków pieniężnych w aktywa rynku krajowego nazwana jest efektem home bias. Zob. więcej: S. Majewski, Efekt home bias na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, „Studia i prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania Uniwersytetu Szczecińskiego”, 11/2008.

⁵² P. Rosik, *Wisła Kraków przeprowadzi emisję akcji w formie crowdfundingu*, „Strefa inwestorów” <https://strefainwestorow.pl/artykuly/crowdfunding/20190117/wisla-krakow-emisja-akcji-crowdfunding> [dostęp: 31.03.2023 r.].

⁵³ Zob. <https://gogetfunding.com/please-help-malaysia/> [dostęp: 31.03.2023 r.].

Niezależnie od tego, że crowdfunding w rozumieniu zdefiniowanym w pkt 1.1. niniejszego rozdziału zaistniał na przełomie dwudziestego i dwudziestego pierwszego wieku, wraz z upowszechnieniem się Internetu, załączki finansowania społecznościowego można zaobserwować już kilkaset lat wcześniej. Idea ta od samego początku związana była z branżą artystyczną. Za pierwowzór dzisiejszego crowdfundingu uznać można zjawisko subskrypcji, czyli zbierania zapisów na zakup 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 Beethovena⁵⁴ czy Mozarta⁵⁵. Innym przykładem zbliżonej do crowdfundingu był sposób finansowania podstawy dla Statuy Wolności. Z inicjatywy J. Pulitzera, w 1884 r. zorganizowano ogólnonarodową zbiórkę, dzięki której udało zebrać się ponad sto tysięcy dolarów na budowę cokołu. W zamian za drobne wpłaty fundatorzy mogli otrzymać miniaturki monumentu⁵⁶. Bazując na zbliżonych zasadach w 1997 r. amerykański zespół Marillion zebrał od swoich fanów ok. 60 milionów dolarów na sfinansowanie trasy koncertowej⁵⁷. 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 rozprawy.

Za pierwszą platformę crowdfundingową uznaje się uruchomiony w 2003 r. w Stanach Zjednoczonych serwis ArtistShare⁵⁸. 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

⁵⁴ Zob. D. Gwizdalanka, *Złoty wiek muzyki kameralnej*, Poznań 2016, s. 50.

⁵⁵ Zob. 12 key moments in the history of crowdfunding (so far), „Medium” <https://medium.com/@ImpactGuru/12-key-moments-in-the-history-of-crowdfunding-so-far-3f614273d95> [dostęp: 31.03.2021 r.].

⁵⁶ A. Spoz, *Crowdfunding– nowinka czy nowy perspektywiczny model finansowania projektów biznesowych?* „Roczniki ekonomii i zarządzania”, t. 8(44) 1/2016 s. 188.

⁵⁷ J. Strähle, L. Bulling L., *Case Study: Marillion*. [w:] J. Strähle J. (red) *Fashion & Music. Springer Series in Fashion Business*, Singapur 2018, s. 245 i n.

⁵⁸ <https://www.artistshare.com> [dostęp: 31.03.2023 r.].

rozproszonego grona adresatów stał się inspiracją dla innych przedsiębiorców. W niedługim horyzoncie czasowym od rozpoczęcia działalności ArtistShare na rynku amerykańskim zaczęły pojawiać się kolejne serwisy oparte na podobnych założeniach. W 2008 r. powstała platforma Indiegogo⁵⁹, rok później Kickstarter⁶⁰, 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 Kickstarter 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, za kolebkę crowdfundingu pożyczkowego oraz inwestycyjnego uznaje się z kolei Wielką Brytanię. Pierwszą na świecie platformą crowdfundingu pożyczkowego była założona w 2005 r. Zopa⁶¹ przyznająca swoim użytkownikom możliwość zawierania umów pożyczek bez pośrednictwa instytucji finansowych czy podmiotów zewnętrznych. Powstały w 2011 r. serwis internetowy Crowdcube⁶² uznaje się z kolei za jedną z pierwszych platform crowdfundingu inwestycyjnego⁶³. 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 Internetu⁶⁴.

⁵⁹<https://www.indiegogo.com/> [dostęp: 31.03.2023 r.].

⁶⁰<https://www.kickstarter.com/> [dostęp: 31.03.2023 r.].

⁶¹<https://www.zopa.com/> [dostęp: 31.03.2023 r.].

⁶²<https://www.crowdcube.com/> [dostęp: 31.03.2021 r.].

⁶³ 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 <https://documents1.worldbank.org/curated/en/409841468327411701/pdf/840000WP0Box380crowdfunding0study00.pdf> [dostęp: 22.02.2023 r.]

⁶⁴<https://www.crowdcube.com/explore/blog/crowdcube/crowdcube-is-authorized-by-the-fsa> [dostęp: 15.05.2021 r.]

Jak dotąd, największym projektem zrealizowanym ze środków zebranych w ramach finansowania społecznościowego była gra *Star Citizen*⁶⁵. Za pomocą platformy Kickstarter twórcom gry udało się zebrać ponad 9 milionów dolarów⁶⁶, jednak po zakończeniu kampanii zbiórka kontynuowana była bezpośrednio na stronie internetowej producenta. Ostatecznie na realizację projektu udało się zebrać ponad 378 milionów dolarów⁶⁷. 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 milionów dolarów⁶⁸, jednak kolejne rundy finansowania nadal trwają⁶⁹.

2.3. Obecny stan rynku crowdfundingu

Crowdfunding jako metoda pozyskiwania środków finansowych rozwija się w dynamicznym tempie, co niewątpliwie związane jest z ogólnym wzorstem zainteresowania rynkiem alternatywnych finansów⁷⁰. W R. 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

⁶⁵ W doniesieniach medialnych można spotkać również informacje, że największą zrealizowaną kampanią crowdfundingową była zbiórka prowadzona przez Block.one, która w 2018 r. zakończyła się wynikiem ponad 4 miliardów dolarów. W tym miejscu warto wyjaśnić, iż Block.one pozyskiwało środki w ramach tak zwanej 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). Mimo 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 Rozporządzenia 2020/1503 (zob. motyw 15 do Rozporządzenia 2020/1503), 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). Zob. więcej na temat zbiórki Block.one: K. Rooney, *A blockchain start-up just raised \$4 billion without a live product*, "CNBC" <https://www.cnbc.com/2018/05/31/a-blockchain-start-up-just-raised-4-billion-without-a-live-product.html> [dostęp: 05.04.2023 r.].

⁶⁶ zob. R. Weber, *Star Citizen funding now over \$9m. Money continues to pour in for Cloud Imperium Games*. "Game Industry" <https://www.gamesindustry.biz/articles/2013-04-30-star-citizen-funding-now-over-USD9m> [dostęp: 05.04.2023 r.].

⁶⁷ <https://robertsspaceindustries.com/funding-goals> [dostęp: 05.04.2023 r.].

⁶⁸ <https://www.scotsman.com/business/brewdog-turn-beer-vodka-1387613> [dostęp: 31.03.2023 r.].

⁶⁹ <https://www.brewdog.com/uk/equityforpunks/tomorrow-raise/welcome> [dostęp: 31.03.2023 r.].

⁷⁰ 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.

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. I wreszcie, dynamiczny rozwój Internetu oraz upowszechnienie się mediów społecznościowych wykreowało nowe możliwości w zakresie komunikacji i docierania do osób potencjalnie zainteresowanych wzajemną współpracą⁷¹. W 2022 r. światowy rynek crowdfundingu wyceniany był na 14,9 biliona⁷² dolarów, zaś całkowita liczba kampanii crowdfundingowych przeprowadzonych tylko w ciągu tego roku szacowana jest na ponad 6,455,080⁷³. Wskazuje się również, że zgodnie ze stanem na 2022 r. w całej Europie aktywnych było 361 platform crowdfundingowych⁷⁴, a w samych Stanach Zjednoczonych – ponad 1400⁷⁵. 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 Niemcy⁷⁶. Dane dotyczące rynku crowdfundingu w Unii Europejskiej wskazują, że kraje, w których wartość transakcji finansowania społecznościowego osiągnęła najwyższy poziom to kolejno Niemcy, Francja, Włochy, Królestwo Niderlandów, Norwegia⁷⁷. Obecnie prognozuje się, że do 2030 r. globalny rynek crowdfundingu osiągnie wartość ponad 59

⁷¹ *Ibidem*, s. 16.

⁷² Zob. Crowdfunding Market: Global Industry Trends, Share, Size, Growth, Opportunity and Forecast 2023-2028, <https://www.imarcgroup.com/crowdfunding-market> [dostęp: 26.02.2023].

⁷³ Zob. Crowdfunding Statistics: Market Size and Growth. Maddie Shepherd, 23.01.2023, <https://www.fundera.com/resources/crowdfunding-statistics> [dostęp: 26.02.2023].

⁷⁴ R. Luft, A. Weinert, *Analysis of the Crowdfunding European Market: Performance and Perspectives*, „European Research Studies Journal”, Volume XXIV, Issue 4, 2021, s. 632. [dostęp: 26.02.2023].

⁷⁵ <https://www.zippia.com/advice/crowdfunding-statistics/> [dostęp: 26.02.2023]

⁷⁶ <https://www.statista.com/outlook/dmo/fintech/digital-capital-raising/crowdfunding/worldwide#global-comparison> [dostęp: 26.02.2023].

⁷⁷ *European Crowdfunding Market Outlook 2023*, https://www.maxcrowdfund.nl/en/blog/european-crowdfunding-market-outlook-2023?hs_amp=true/ [dostęp: 26.02.2023 r.].

bilionów dolarów⁷⁸. Na marginesie warto dodać, że cechą charakterystyczną europejskiego rynku crowdfundingu jest stosunkowo wysoki procentowy udział modeli nie inwestycyjnych tj. nagrodowych czy donacyjnych, który wynosi 28 proc. Dla porównania, w Azji i Pacyfiku udział nie inwestycyjnych modeli w ogólnym rynku crowdfundingu wynosi 7%, w Afryce Subsaharyjskiej 6%, Ameryce Północnej i na Bliskim Wschodzie 2%, oraz zaledwie 1 procent w Chinach i Ameryce Łacińskiej⁷⁹.

Skupiając się wyłącznie na crowdfundingu inwestycyjnym należy wskazać, że całkowita wartość transakcji przeprowadzonych w 2020 r. wynosiła ponad 4 miliardy dolarów na całym świecie⁸⁰, z czego 280 milionów dolarów zostało zebranych w krajach będących członkami Unii Europejskiej⁸¹. Światowym liderem pod tym względem były: Wielka Brytania (549 milionów dolarów⁸²), Stany Zjednoczone (332 miliony dolarów⁸³), Singapur (206 milionów dolarów⁸⁴).

Brak jest jednoznacznych i zweryfikowanych danych dotyczących udziału konkretnych państw członkowskich UE w unijnym rynku crowdfundingu inwestycyjnego. Zgodnie jednak z opublikowanymi informacjami za rok 2020, największym rynkiem crowdfundingu inwestycyjnego w Unii Europejskiej⁸⁵ było Królestwo Niderlandów, następnie Szwecja oraz Finlandia⁸⁶. Inne źródła, jako liderów tego rynku wskazuje kolejno Włochy, Francję oraz Hiszpanię, z wartością odpowiednio:

⁷⁸ *Crowdfunding Global Market Report 2023: Technology Innovation in Crowdfunding Platforms Drives Growth*, <https://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: 26.02.2023].

⁷⁹ R. Shneor, *The Context: The...*, op.cit., s. 19. Zdaniem autora, taki stan rzeczy może wynikać ze stosunkowo łatwego dostępu do kredytów lub innych form finansowania oferowanych przez tradycyjne instytucje finansowych, jak również wyższego odsetka wsparcia rządowego w porównaniu z innymi regionami świata.

⁸⁰ <https://www.statista.com/statistics/946668/global-crowdfunding-volume-worldwide-by-type/> [dostęp: 31.03.2023 r.].

⁸¹ Equity-based crowdfunding transaction value in Europe (excluding the UK) from 2013 to 2020, <https://www.statista.com/statistics/412460/europe-alternative-finance-transaction-value-equity-crowdfunding/> [dostęp: 31.03.2023 r.].

⁸² *The 2nd Global Alternative Finance Market Benchmarking Report*, Cambridge Judge Business School, Cambridge 2021, s. 75.

⁸³ *Ibidem*, s. 125

⁸⁴ *Ibidem*, s. 103.

⁸⁵ Z wyłączeniem Wielkiej Brytanii.

⁸⁶ <https://finanso.se/european-equity-based-crowdfunding-market-to-top-2-3bn-in-2020/> [dostęp: 31.03.2023 r.].

67 milionów dolarów⁸⁷, 62 miliony dolarów⁸⁸, 55 miliony dolarów⁸⁹, 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 finansów⁹⁰, czyli usług finansowych świadczonych przez podmioty niebędące tradycyjnymi, regulowanymi instytucjami finansowymi⁹¹.

W Polsce rynek crowdfundingu inwestycyjnego zaczął dynamicznie rozwijać się dopiero od 2018 r. Zgodnie z danymi opublikowanymi przez „Puls Biznesu” w samym 2018 i 2019 r. polskim spółkom udało się łącznie zebrać 37 milionów złotych za pośrednictwem platform crowdfundingu inwestycyjnego, dzięki wsparciu 21 tysięcy inwestorów⁹². W 2020 r. wartość ta wynosiła już 92 miliony złotych⁹³, prognozy na 2021 r. oscylowały wokół 140 milionów złotych⁹⁴, podczas gdy rzeczywista wartość rynku crowdfundingu udziałowego na koniec 2021 wynosiła co najmniej 308 mln⁹⁵. Zauważalna jest zatem istotna tendencja wzrostowa wolumenu transakcji na rynku crowdfundingu inwestycyjnego w Polsce.

Analiza danych dotyczących Unii Europejskiej w kontekście międzynarodowym prowadzi do wniosku, że unijny rynek crowdfundingu inwestycyjnego – nawet pomimo dynamicznego wzrostu w ostatnich latach - jest wciąż słabo rozwinięty w porównaniu z innymi wiodącymi gospodarkami światowymi. Jak wynika z Raportu Komisji

⁸⁷ R. Shneor, *The Contex: The...*, *op.cit.*, s. 22.

⁸⁸ France, Current State of Crowdfunding 2021, <https://www.crowdfundinghub.eu/france-current-state-of-crowdfunding-2021/> [dostęp: 15.03.2023 r.] Źródło wskazuje na wartość 59,2 milionów euro. Przeliczenia dokonano wg oficjalnego kursu Europejskiego Banku Centralnego z dnia 15.03.2023 r.

⁸⁹ R. Shneor, *The Contex: The...*, *op.cit.*, s. 22.

⁹⁰ *The 2nd Global...*, *op.cit.*, s. 71.

⁹¹ *Ibidem*, s. 30.

⁹² S. Maj, Rynek crowdfundingu w liczbach, „Puls Biznesu” <https://www.pb.pl/rynek-crowdfunding-u-w-liczbach-969674> [dostęp: 31.03.2023 r.]

⁹³ S. Maj, *Equity crowdfunding nabrał dynamiki*, „Puls Biznesu” <https://www.pb.pl/equity-crowdfunding-nabra-dynamiki-1105263> [dostęp: 04.04.2023 r.]

⁹⁴ <https://ceo.com.pl/dwa-miliardy-zlotych-na-crowdfunding-w-2021-r-33089> [dostęp: 31.03.2023 r.]

⁹⁵ A. A. Trzebiński „Crowdfunding udziałowy 3.0 2021” Związek Przedsiębiorstw Finansowych w Polsce, Gdańsk 2022, s.7, https://zpf.pl/pliki/raporty/raport-crowdfunding-udzialowy_2021.pdf [dostęp: 31.03.2023 r.]

Europejskiej⁹⁶, przyczyn takiego stanu rzeczy można upatrywać w daleko idącej fragmentacji i różnorodności unijnego rynku finansowania, wynikającej z rozbieżnych ram regulacyjnych mających zastosowanie w poszczególnych państwach członkowskich, co bezpośrednio przekłada się na ograniczenie możliwości pozyskiwania środków transgranicznie. Dla kontrastu, badania przeprowadzone w Wielkiej Brytanii wskazują, że zdecydowana większość brytyjskich platform identyfikuje istotne zaangażowanie kapitału zagranicznego w kampanie crowdfundingowe przeprowadzane za ich pośrednictwem⁹⁷.

Warto jednocześnie zauważyć, że niepełny rozwój rynku crowdfundingu w Unii Europejskiej oznacza również istnienie dużej przestrzeni do dalszego wzrostu. Chęć konsolidacji i profesjonalizacji rynku, ułatwienia transgranicznego świadczenia usług oraz zwiększenia standardu ochrony inwestorów były kluczowymi argumentami przemawiającymi za przyjęciem na szczeblu unijnym jednolitych regulacji prawnych dla finansowania społecznościowego. Wpływ tego aktu prawnego na rynek crowdfundingu inwestycyjnego będzie stanowił przedmiot rozważań kolejnych rozdziałów niniejszej rozprawy.

3. Rozwój ram prawnych dla crowdfundingu inwestycyjnego

Rosnąca popularność crowdfundingu inwestycyjnego, jako metody finansowania działalności określonych podmiotów, a w konsekwencji sukcesywny wzrost łącznej wartości tego rynku zwrócił uwagę regulatorów na całym świecie. Ścisły związek crowdfundingu inwestycyjnego z rynkiem finansowym, jak również specyficzne kategorie ryzyk, na jakie narażeni są inwestorzy angażujący swój kapitał za pomocą tej metody, uzasadniały podjęcie określonych działań mających na celu ochronę

⁹⁶ *European Commission Final Report: Identifying market and regulatory obstacles to cross-border development of crowdfunding in the EU*, European Union 2017, s. 20. https://finance.ec.europa.eu/system/files/2018-01/171216-crowdfunding-report_en.pdf [dostęp 31.03.2023 r.]

⁹⁷ *UK Alternative Finance Industry Report*, Cambridge 2016, s. 30. <https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/5th-uk-alternative-finance-industry-report/#.ZEDyz-xBwq0> [dostęp: 30.03.2023 r.].

uczestników rynku i zapewnienie jego stabilności. Konieczność wprowadzenia ram prawnych dla crowdfundingu inwestycyjnego stała się jeszcze bardziej oczywista na skutek światowego kryzysu finansowego w 2008 r. który z jednej strony unaoczniał potrzebę zaostrzenia polityki regulacyjnej, a z drugiej doprowadził do upowszechnienia pozabankowych form finansowania, w tym finansowania społecznościowego⁹⁸.

Poniżej przedstawiono rozwój regulacji crowdfundingu inwestycyjnego w Wielkiej Brytanii i Stanach Zjednoczonych – krajach będących pionierami w zakresie crowdfundingu inwestycyjnego oraz światowymi liderami pod względem wielkości tego rynku.

3.1. Wielka Brytania

Objęcie crowdfundingu inwestycyjnego regulacją w Wielkiej Brytanii nie było wynikiem uchwalenia nowego aktu prawnego lub wprowadzenia istotnych zmian w istniejących przepisach, lecz nastąpiło niejako automatycznie w miarę rozwoju ogólnych ram prawnych dla działalności na rynku finansowym. W kwietniu 2013 r. brytyjski Urząd Nadzoru Finansowego (ang. *Financial Conduct Authority*⁹⁹) stał się organem właściwym do nadzoru nad regulowanymi instytucjami finansowymi i wszelką działalnością transakcyjną, w której zysk finansowy jest możliwy do osiągnięcia przez indywidualnego inwestora¹⁰⁰. To z kolei sprawiło, że crowdfunding inwestycyjny – już z samej swojej natury - został objęty nadzorem FCA, jako działalność pośredniczenia w sprzedaży papierów wartościowych¹⁰¹. W miarę rozwoju rynku crowdfundingu inwestycyjnego, FCA wydał kilka stanowisk i wytycznych, uzupełniających ogólne przepisy rynku

⁹⁸International Organization of Securities Commissions. *Crowdfunding. Survey Responses Report*. FR29/2015, s. 1. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCPD520.pdf> [dostęp: 19.02.2022 r.].

⁹⁹ Dalej: FCA.

¹⁰⁰ J. Glanc, *Equity crowdfunding as...*, *op. cit.*, s.118-119.

¹⁰¹ Potwierdził to sam FCA w stanowisku z lutego 2015 r. zob. Financial Conduct Authority, *A review of the regulatory regime for crowdfunding and the promotion of non-readily realisable securities by other media*, s. 2. <https://www.fca.org.uk/publication/thematic-reviews/crowdfunding-review.pdf> [dostęp: 19.02.2023 r.].

finansowego o zasady prowadzenia działalności z wykorzystaniem Internetu i innych mediów masowego przekazu¹⁰².

Podstawowym obowiązkiem nałożonym na operatorów platform crowdfundingu inwestycyjnego w Wielkiej Brytanii jest uzyskanie zezwolenia na prowadzenie działalności przez FCA oraz wpisu do stosownego rejestru. Podmioty, które planują uzyskać zezwolenie są zobligowane do dostosowania swojej działalności do wymogów określonych w ustawie o usługach i rynku finansowym¹⁰³ (ang. *Financial Services and Markets Act*), do których zaliczyć można m.in. obowiązek opracowania szczegółowego planu w zakresie podejmowanej działalności, ryzyk z tym związanych oraz sposobów ich mitygacji, posiadanie odpowiednich kapitałów własnych, systemów i zasobów ludzkich czy zapewnienie że członkowie organu zarządzającego będą legitymować się dostateczną wiedzą i doświadczeniem¹⁰⁴.

Kluczowym mechanizmem ochrony inwestorów jest zapewnienie, że crowdfunding inwestycyjny będzie dostępny wyłącznie dla osób, które rozumieją i akceptują ryzyko związane z tym typem pomnażania kapitału. Bazując na tym założeniu wprowadzono ograniczenie polegające na tym, że inwestorami korzystającymi z crowdfundingu inwestycyjnego mogą być wyłącznie osoby które: mogą zasięgnąć profesjonalnej porady, kwalifikują się jako klienci zamożni lub klienci doświadczeni albo inwestują mniej niż 10% swojego majątku netto w ten typ papieru wartościowego¹⁰⁵. Ustalenie statusu klienta odbywa się na podstawie odpowiedniego oświadczenia¹⁰⁶, które nie jest jednak w żaden sposób weryfikowane przez operatora platformy finansowania społecznościowego. Dodatkowym rozwiązaniem mającym ochronić interesy inwestorów indywidualnych jest konieczność przeprowadzenia tzw. testu

¹⁰² Zob. Financial Conduct Authority, *A review of...*, op.cit.; Financial Conduct Authority, *Finalised Guidelines FG15/4: Social media and customer communications*, 2015. <https://www.fca.org.uk/publication/finalised-guidance/fg15-04.pdf> [dostęp: 19.02.2023 r.]; Financial Conduct Authority, *Policy Statement PS19/14: Loan-based ('peer-to-peer') and investment-based crowdfunding platforms: Feedback to CP18/20 and final rules*, 2019. <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps19-14.pdf> [dostęp: 19.02.2023 r.].

¹⁰³ Financial Services and Markets Act 2000 <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/contents> [dostęp: 19.02.2023 r.].

¹⁰⁴ J. Glanc, *Equity crowdfunding as...*, op. cit., s. 122.

¹⁰⁵ *Ibidem*, s. 124.

¹⁰⁶ Jest to tzw. *Restricted Investor Statement* zob. Financial Conduct Authority, *Finalised Guidelines FG15/43...*, op.cit., s. 43.

odpowiedniości, mającego oszacować czy klienci rozumieją ryzyko inwestycyjne związane z finansowaniem społecznościowym. W razie wyniku negatywnego, operatorzy platform zobligowani są poinformować klientów o potencjalnej możliwości utraty zainwestowanego kapitału¹⁰⁷.

W literaturze wskazuje się, że głównym czynnikiem, który zadecydował o sukcesie Wielkiej Brytanii na światowym rynku crowdfundingu inwestycyjnego były jasne ramy regulacyjne wprowadzone w odpowiednim czasie¹⁰⁸. Potwierdzeniem powyższego może być fakt, że zgodnie z badaniami przeprowadzonymi w 2017 r. wśród operatorów platform crowdfundingu inwestycyjnego, aż 83% respondentów ocenia istniejące w Wielkiej Brytanii regulacje jako „odpowiednie i adekwatne” do ich działalności¹⁰⁹. Istotną rolę w popularyzacji crowdfundingu inwestycyjnego odegrało również elastyczne i prorynkowe podejście FCA. Dzięki dużej responsywności i mniej sformalizowanemu podejściu FCA do relacji z uczestnikami rynku (w porównaniu do organów nadzoru w innych krajach), operatorzy platform crowdfundingu inwestycyjnego mogli na bieżąco wyjaśniać wątpliwe kwestie, co pozwoliło na efektywne zapewnienie zgodności ich działalności z przepisami prawa¹¹⁰.

3.2. Stany Zjednoczone

Dyskusja publiczna nad celowością wprowadzenia regulacji prawnych dla rynku crowdfundingu inwestycyjnego w Stanach Zjednoczonych rozpoczęła się tuż po pojawieniu się na rynku pierwszych platform. Pierwszy wniosek legislacyjny w tej sprawie został złożony do Komisji Papierów Wartościowych i Giełdy Stanów Zjednoczonych (ang. *U.S. Securities and Exchange Commission, SEC*¹¹¹) już w 2010 r.¹¹²,

¹⁰⁷ J. Glanc, *Equity crowdfunding as..., op. cit.*, s. 126; zob. Też S. Estrin, D. Gozman, S. Khavul, *Equity Crowdfunding and Early Stage Entrepreneurial Finance, Damaging or Disruptive?*, „CEP Discussion Paper” No 1498/ 2017, s. 8 i n. <https://cep.lse.ac.uk/pubs/download/dp1498.pdf> [dostęp: 19.02.2023 r.]

¹⁰⁸ N. Vulcan, T. Astebro, M.F. Sierra, *Equity Crowdfunding: a New Phenomena*, „Five Journal of Business Venturing Insights” 5/2016.

¹⁰⁹ *5th UK Alternative Finance Industry Report*, Cambridge 2018, s. 29 <https://www.jbs.cam.ac.uk/wp-content/uploads/2020/08/2018-5th-uk-alternative-finance-industry-report.pdf> [dostęp: 19.02.2023 r.]

¹¹⁰ J. Glanc, *Equity crowdfunding as..., op. cit.*, s. 127.

¹¹¹ Dalej: „SEC”.

¹¹² Wniosek został złożony przez Jenny’ego Cassana, w imieniu organizacji o nazwie The Sustainable Economies Law Center, zob. C.S. Brandford, *Crowdfunding and the Federal Securities Laws*, „Columbia Business Law Review” 48/2012, s. 81.

co zapoczątkowało prace nad przyjęciem nowych przepisów dotyczących pozyskiwania kapitału od szerokiego grona podmiotów. Dnia 5 marca 2012 r. prezydent Barack Obama podpisał tzw. ustawę JOBS (ang. *the Jumpstart Our Business Startups Act*¹¹³), która liberalizowała dotychczasowe zasady finansowania małych i średnich przedsiębiorstw oraz wprowadzała do porządku prawnego szczegółowe przepisy dla crowdfundingu inwestycyjnego. Z uwagi na sformalizowane procedury niezbędne do wejścia w życie przepisów w Stanach Zjednoczonych (związane m.in. z koniecznością zatwierdzenia przez SEC regulacji wykonawczych) regulacje dotyczące crowdfundingu inwestycyjnego zaczęły obowiązywać w pełnym zakresie dopiero w maju 2016 r.¹¹⁴.

Z uwagi na pośredniczenie w ofertach papierów wartościowych, podmiot który zamierza prowadzić platformę crowdfundingu inwestycyjnego musi być zarejestrowany w SEC jako dom maklerski lub portal finansowy oraz zostać członkiem Urzędu Regulacji Branży Finansowej (ang. *Financial Industry Regulatory Authority, FIRA*)¹¹⁵. Podstawowe obowiązki nałożone na powyższe podmioty koncentrują się na zapewnieniu odpowiedniego poziomu ochrony inwestorów. Dla przykładu, operatorzy platform zobligowani są wdrożyć efektywny system zarządzania konfliktami interesów, w tym zapewnić, że członkowie ich kadry zarządzającej nie będą uzyskiwali żadnej korzyści finansowej z tytułu prezentowania na platformie określonych papierów wartościowych. Inne obowiązki dotyczą przekazywania inwestorom pełnych i nieprowadzących w błąd informacji i materiałów edukacyjnych na temat oferty crowdfundingowej oraz związanych z nią ryzyk czy też stosowania mechanizmów zapobiegających oszustwom i nadużyciom. Operator platformy crowdfundingowej powinien również zapewnić, że oferowane przez niego usługi będą odpowiednie dla określonej kategorii inwestorów i w tym celu ustalić status inwestora oraz jego zdolność do poniesienia straty¹¹⁶.

Z punktu widzenia spółki poszukującej finansowania kluczowym obowiązkiem jest zarejestrowanie oferty papierów wartościowych w SEC, chyba że oferta mieści się w zakresie jednego z wyjątków określonych w ustawie o papierach wartościowych (ang.

¹¹³ <https://www.congress.gov/112/plaws/publ106/PLAW-112publ106.pdf> [dostęp: 19.02.2023 r.], dalej: „ustawa JOBS”.

¹¹⁴ J. Glanc, *Equity crowdfunding as...*, op. cit., s. 133.

¹¹⁵ Y. Li, *The regulation of equity crowdfunding in the US: remaining concerns and lessons from the UK*, „Journal of Corporate Law Studies” Vol. 22, no. 1/2022, s. 272.

¹¹⁶ *Ibidem*.

Securities Act of 1933 r.¹¹⁷)¹¹⁸. Z obowiązkową rejestracją skorelowane są szczegółowe obowiązki informacyjne, których zakres uzależniony jest od wartości pozyskiwanego kapitału w ciągu ostatnich 12 miesięcy¹¹⁹. Maksymalna wartość środków, jakie spółka może pozyskać w ciągu roku wynosi 5 milionów dolarów¹²⁰.

Przed uchwaleniem ustawy JOBS, dostęp inwestorów innych niż akredytowanych (tj. posiadających odpowiedni majątek lub uprawnienia zawodowe¹²¹) do rynku crowdfundingu inwestycyjnego był praktycznie zamknięty. Nie oznacza to jednak, że wejście w życie nowych przepisów wyeliminowało wszystkie ograniczenia na tym tle. Mimo, że SEC oficjalnie wskazuje, że „każdy może zainwestować w ofertę crowdfundingową opartą na papierach wartościowych¹²²” inwestorzy nieposiadający

¹¹⁷ <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1884/pdf/COMPS-1884.pdf> [dostęp: 22.02.2023 r.]

¹¹⁸ J. Glanc, *Equity crowdfunding as...*, *op. cit.*, s. 133.

¹¹⁹ Jak wynika ze strony SEC, spółki mają obowiązek udostępnić następujące informacje:

- a. w przypadku ofert nieprzekraczających 124 000 dolarów – sprawozdania finansowe i określone pozycje zeznań podatkowych, poświadczone przez osobę reprezentującą spółkę lub zbadane przez niezależnego biegłego rewidenta oraz sprawozdanie z przeglądu lub audytu księgowego
- b. w przypadku ofert od 124 000,01 dolarów do 618 000 dolarów – sprawozdania finansowe zbadane przez niezależnego biegłego rewidenta i raport z przeglądu księgowego
- c. w przypadku ofert od 618 000,01 do 1,235 miliona dolarów – sprawozdania finansowe zbadane przez niezależnego biegłego rewidenta i raport z przeglądu księgowego (dla pierwszej oferty crowdfundingowej) lub sprawozdania finansowe zbadane przez niezależnego biegłego rewidenta i raport z audytu księgowego (dla kolejnej oferty crowdfundingowej).
- d. w przypadku ofert przekraczających 1,235 miliona dolarów – sprawozdania finansowe zbadane przez niezależnego biegłego rewidenta i raport z audytu księgowego.

Audyt księgowy cechuje się przy tym wyższym poziomem szczegółowości niż przegląd księgowy.

<https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-bulletins/ib-crowdfunding> [dostęp: 22.02.2023 r.] .

W literaturze wskazuje się, że spełnienie wymienionych powyżej obowiązków informacyjnych jest niezwykle dolegliwe i zbyt kosztowne dla małych przedsiębiorstw, zob. J. Glanc, *Equity crowdfunding as...*, *op. cit.*, s. 134., zob. Też R. Weinstein, *Crowdfunding in the U.S. and Abroad: What to Expect When You're Not Expecting*, „Cornell International Law Journal” 46/2013, s. 431.

¹²⁰ <https://www.sec.gov/education/smallbusiness/exemptofferings/regcrowdfunding> [dostęp: 22.02.2023 r.].

¹²¹ Zgodnie z informacją zamieszczoną na stronie SEC: osoba fizyczna zostanie uznana za inwestora akredytowanego, jeśli:

- a. jego dochody wynosiły co najmniej 200 000 dolarów (lub 300 000 dolarów razem ze współmałżonkiem lub osobą, z którą inwestor prowadzi gospodarstwo domowe) w każdym z poprzednich dwóch lat i przewiduje się tego samego w bieżącym roku,
- b. posiada majątek netto przekraczający 1 milion dolarów, sam lub razem ze współmałżonkiem lub osobą, z którą inwestor prowadzi gospodarstwo domowe (z wyłączeniem wartości zamieszkiwanej nieruchomości i wszelkich pożyczek lub kredytów zabezpieczonych tą nieruchomością (do wartości tej nieruchomości), lub
- c. posiada odpowiednie uprawnienia zawodowe, w tym licencję zawodową serii 7, 65 lub 82.

Zob. <https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-bulletins/ib-crowdfunding> [dostęp: 22.02.2023 r.].

¹²² Tłumaczenie własne. Tekst oryginalny „Anyone can invest in a security-based crowdfunding offering”. <https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-bulletins/ib-crowdfunding> [dostęp: 22.02.2023 r.]

statusu inwestorów akredytowanych podlegają rocznym limitom maksymalnej wartości inwestycji, zależym od wartości ich majątku netto oraz rocznego dochodu. I tak, w przypadku inwestorów, których roczny dochód lub wartość majątku netto jest mniejsza niż 124 000 dolarów dozwolone jest inwestowanie do 2500 dolarów lub 5% rocznego dochodu lub wartości majątku netto (w zależności od tego, która z tych kwot jest wyższa) w ciągu 12 miesięcy. W przypadku inwestorów, których roczny dochód lub wartość majątku netto wynosi co najmniej 124 000 dolarów dozwolone jest inwestowanie do 10% rocznego dochodu lub wartości majątku netto (w zależności od tego, która z tych kwot jest wyższa), ale nie więcej niż 124 000 dolarów w ciągu 12 miesięcy¹²³. Co interesujące, ustalanie statusu inwestora przez operatora platformy crowdfundingowej może ograniczyć się do pozyskania od niego stosownego oświadczenia. Oznacza to, że dane przekazane przez inwestora nie podlegają w praktyce szczegółowej weryfikacji¹²⁴.

Zdaniem eksperów, regulacja crowdfundingu inwestycyjnego w Stanach Zjednoczonych nie jest należycie dostosowana do realiów rynkowych, ponieważ powstała w sposób spontaniczny (tj. bez przeprowadzenia odpowiednich konsultacji z zainteresowanymi podmiotami) jako odpowiedź na rosnącą popularność finansowania społecznościowego¹²⁵. Wskazuje się, że z jednej strony wymogi prawne niezbędne do przeprowadzenia kampanii crowdfundingowej są zbyt uciążliwe i zbyt kosztowne dla małych przedsiębiorców¹²⁶, a z drugiej ograniczenia nałożone na inwestorów niekoniecznie przyczyniają się do efektywnego podniesienia poziomu ich ochrony¹²⁷.

¹²³ *Ibidem*.

¹²⁴ C.S. Bradford, *The Regulation of Crowdfunding in the United States*, The Economics of Crowdfunding, Cham 2018 s. 194 i n.

¹²⁵ Heminway, *The Legal Regulation of U.S. Crowdfunding: An Originally Evolving Patchwork*, „University of Tennessee Legal Studies Research Paper” No.335/2017, s. 1, zob. też. J. Glanc, *Equity crowdfunding as...*, *op. cit.*, s. 139.

¹²⁶ C.S. Bradford, *The Regulation of...*, *op.cit.*, s. 193.

¹²⁷ Y. Li, *The regulation of...*, *op.cit.*, s. 296.

Rozdział II Geneza Rozporządzenia 2020/1503

1. Regulacje crowdfundingu inwestycyjnego w wybranych krajach Unii Europejskiej przed uchwaleniem Rozporządzenia 2020/1503

Mimo zauważalnego wzrostu rynku crowdfundingu inwestycyjnego w Unii Europejskiej jaki można było zaobserwować na przestrzeni ostatnich lat¹²⁸, działalność polegająca na pozyskiwaniu środków tą metodą nie była przedmiotem bezpośredniej regulacji prawnej w większości państw członkowskich przed przyjęciem Rozporządzenia 2020/1503. Według danych dostępnych na koniec 2020 r. (a więc w czasie formalnego przyjęcia regulacji unijnych) ramy prawne dla crowdfundingu inwestycyjnego uchwalono w 10 krajach Unii Europejskiej, tj. we Francji, w Niemczech, Hiszpanii, Holandii, Finlandii, Austrii, Włoszech, Belgii, Portugalii oraz na Litwie¹²⁹. Regulacje te miały jednak charakter fragmentaryczny i dostosowany wyłącznie do specyfiki lokalnych rynków. Kwestia ta jest o tyle istotna, że wśród autorów publikacji poświęconych finansowaniu społecznościowemu panuje zgoda odnośnie do tego, że wprowadzenie adekwatnych wymogów regulacyjnych dla operatorów platform crowdfundingowych ma kluczowe znaczenie dla rozwoju świadczonych przez nich usług¹³⁰. Poniżej zaprezentowano podejście regulacyjne do crowdfundingu inwestycyjnego w wybranych krajach Unii Europejskiej tj. we Włoszech, Francji, Finlandii, Hiszpanii oraz Polsce i

¹²⁸ Equity-based crowdfunding transaction value in Europe (excluding the UK) from 2013 to 2020, <https://www.statista.com/statistics/412460/europe-alternative-finance-transaction-value-equity-crowdfunding/> [dostęp: 31.03.2023 r.].

¹²⁹ *Review of crowdfunding regulations 2017. Interpretations of existing regulation concerning crowdfunding in Europe, North America and Israel.* European Crowdfunding Network AISBL, Bruksela 2017 https://eurocrowd.org/wp-content/uploads/2022/02/ECN_Review_of_Crowdfunding_Regulation_2017.pdf [dostęp: 31.03.2023 r.]; Current State of Crowdfunding in Europe, Crowdfundinghub 2021 <https://www.crowdfundinghub.eu/wp-content/uploads/2021/09/CrowdfundingHub-Current-State-of-Crowdfunding-in-Europe-2021.pdf> [dostęp: 31.03.2023 r.].

¹³⁰ A. Cicchiello, M.C. Pietronudo, D. Leonele, A. Caporuscio, *Entrepreneurial dynamics and investor-oriented approaches for regulating the equity-based crowdfunding*, „Journal of Entrepreneurship and Public Policy”, Vol. 10 No. 2/2021, s. 236, zob. też T. Ziegler, R. Shneor, K. Garvey, K. Wenzlaff, N. Yerolemu, R. Hao, B. Zhang, *Expanding Horizons: The 3rd European Alternative Finance Industry Report*, 2018, s. 54. <https://www.jbs.cam.ac.uk/wp-content/uploads/2020/08/2018-02-ccaf-exp-horizons.pdf> [dostęp: 18.03.2023 r.].

Szwecji, w celu ustalenia jak otoczenie prawne wpływało na rozwój rynku finansowania społecznościowego w tych krajach. Metodologia doboru krajów do analizy zakładała porównanie stanu crowdfundingu inwestycyjnego w państwach posiadających kompleksowe ramy prawne dla pozyskiwania środków tą metodą oraz w państwach, w których finansowanie społecznościowe odbywało się na podstawie ogólnych przepisów właściwych dla rynku finansowego. W szczególności do analizy wybrano:

- a) Włochy, Francję, Finlandię oraz Hiszpanię, jako kraje które stosunkowo wcześniej uchwaliły kompleksowe ramy prawne dla crowdfundingu inwestycyjnego, które przyczyniły się do dynamicznego wzrostu rynku finansowania społecznościowego w tych krajach,
- b) Polskę ze względu na zauważalny rozwój crowdfundingu, jaki można zaobserwować na przestrzeni ostatnich lat, mimo braku odpowiednich ram prawnych regulujących tę materię; wybór Polski jako przedmiotu analizy jest również naturalnie podyktowany miejscem przygotowywania niniejszej rozprawy;
- c) Szwecję, ponieważ jest to jeden z najszybciej rozwijających się krajów UE pod kątem nowych, zaawansowanych technologii i cyfrowej transformacji gospodarki¹³¹, w którym crowdfunding inwestycyjny stanowi najpopularniejszą formę finansowania społecznościowego, mimo istniejących na tym tle wątpliwości prawnych.

1.1. Włochy

Uchwalenie ram prawnych dla finansowania społecznościowego we Włoszech było wynikiem szerszej inicjatywy rządowej mającej na celu stworzenie odpowiednich warunków do rozwoju start - upów i zapewnienie dostępu do finansowania przedsiębiorcom rozwijającym innowacyjne projekty¹³². Już w 2012 roku włoski

¹³¹ <https://digital-strategy.ec.europa.eu/pl/policies/desi-sweden> [dostęp: 15.03.2023 r.]

¹³² Zob. *Restart, Italia! The report by the Task Force on startups established by the Minister of Economic Development*
https://www.mise.gov.it/images/stories/documenti/startup_eng_rev.pdf [dostęp: 31.03.2023 r.].

parlament uchwalił ustawę 221/2012¹³³, regulującą crowdfunding inwestycyjny. Przepisy zostały następnie rozbudowane w 2013 r. mocą Rozporządzenia CONSOB¹³⁴ oraz tak zwanym „*Decreto Lavoro*”¹³⁵. W dyskusji publicznej można spotkać pogląd, że Włochy należy uznać za pioniera regulacji crowdfundingu inwestycyjnego nie tylko w Europie, ale i na świecie. Przyjęcie włoskich przepisów dotyczących crowdfundingu poprzedziło co prawda uchwalenie amerykańskiej ustawy *Jumpstart Our Business Startups Act* (JOBS Act), jednak to we Włoszech odnośne regulacje zaczęły obowiązywać szybciej¹³⁶.

Przepisy regulujące crowdfunding inwestycyjny we Włoszech – mimo swojego pionierskiego charakteru - uznawane były za niezwykle restrykcyjne i skomplikowane¹³⁷. Dla przykładu, początkowo, crowdfunding przeznaczony był wyłącznie dla spółek znajdujących się w początkowej fazie rozwoju (start - upów), dopiero nowelizacją z 2015 r.¹³⁸ rozszerzono jego zakres także na małe i średnie przedsiębiorstwa i inne wybrane jednostki¹³⁹. W literaturze wskazuje się, że pierwotne brzmienie włoskich przepisów doprowadziło do osiągnięcia skutku odwrotnego od zamierzonego tj. do istotnego ograniczenia rozwoju rynku crowdfundingu inwestycyjnego w porównaniu do innych krajów¹⁴⁰. Dopiero daleko idące modyfikacje w obowiązujących przepisach pozwoliły na wykorzystywanie finansowania społecznościowego na dużą skalę. Dla przykładu, w 2017 r. rynek crowdfundingu inwestycyjnego we Włoszech wyceniany był na ponad 11 milionów euro, co w porównaniu do 2016 r. daje wzrost o ponad 150%. Przyczyną tak dynamicznego rozwoju było wejście w życie nowelizacji przepisów, które złagodziły niektóre z wymogów prawnych¹⁴¹.

¹³³ Ustawa numer 221 z dnia 17 grudnia 2012 r. <http://www.normattiva.it/uri-res/N2Ls?urn:nir:stato:decreto.legge:2012-10-18;179!vig=> [dostęp: 12.03.2023 r.].

¹³⁴ Rozporządzenie nr 18592 z dnia 26 czerwca 2013 r., <https://www.consob.it/web/consob-and-its-activities/laws-and-regulations/documenti/english/laws/reg18592e.htm> [dostęp: 12.03.2023 r.] dalej: Rozporządzenie CONSOB.

¹³⁵ Ustawa nr 99 z dnia 9 sierpnia 2013 r. <http://lexitalia.it/leggi/2013-99.htm> [dostęp: 12.03.2023 r.].

¹³⁶ J. Glanc, *Equity crowdfunding as...*, *op. cit.*, s. 141.

¹³⁷ *Ibidem*.

¹³⁸ Ustawa nr 33 z dnia 24 marca 2015 r. <https://www.normattiva.it/uri-res/N2Ls?urn:nir:stato:decreto.legge:2015-01-24;3!vig=> [dostęp: 12.03.2023 r.].

¹³⁹ *Review of crowdfunding...*, *op. cit.*, s. 363.

¹⁴⁰ J. Glanc, *Equity crowdfunding as...*, *op. cit.*, s. 142-143.

¹⁴¹ *Ibidem*, s. 142

Podstawowa zasada reżimu prawnego dla crowdfundingu inwestycyjnego zakładała objęcie operatorów platform finansowania społecznościowego nadzorem Krajowej Komisji ds. Giełdy i Spółek (wł. *Commissione Nazionale per le Società e la Borsa*¹⁴²). Każdy podmiot zamierzający prowadzić działalność w tym charakterze został zobligowany do uzyskania zezwolenia i wpisu do odpowiedniego rejestru prowadzonego przez CONSOB. Na tego typu podmioty nałożono również szereg obowiązków regulacyjnych mających na celu zapewnienie odpowiedniego poziomu profesjonalizmu i transparentności. Obowiązki te związane były przede wszystkim z właściwym zaprojektowaniem struktury organizacyjnej, przekazywaniem cyklicznych raportów i sprawozdań z działalności oraz zapewnieniem, aby kadra zarządzająca legitymowała się odpowiednią wiedzą, doświadczeniem oraz nieposzlakowaną opinią¹⁴³. Istotne jest, że możliwość prowadzenia platformy crowdfundingowej nie została ograniczona wyłącznie dla odrębnych, wyspecjalizowanych podmiotów – taką działalność, bez konieczności występowania o dodatkowe zezwolenie mogły prowadzić również inne, regulowane instytucje finansowe uprawnione do świadczenia usług inwestycyjnych, na przykład banki, po wpisaniu się do odpowiedniego rejestru¹⁴⁴.

Przepisy Rozporządzenia CONSOB kładły również istotny nacisk na zapewnienie, aby potencjalni inwestorzy otrzymywali pełne, kompletne i nieprowadzące w błąd informacje na temat projektu, podmiotu pozyskującego finansowania oraz czynników ryzyka. Brak obowiązku publikowania prospektu emisyjnego przez spółki przeprowadzające kampanie crowdfundingowe¹⁴⁵ został zrekompensowany wymogiem przekazania wystandaryzowanego dokumentu informacyjnego sporządzanego zgodnie z udostępnionym wzorem¹⁴⁶. Wysoki poziom ochrony inwestorów miał zapewniać ich podział na kategorie w zależności od wiedzy i doświadczenia na rynku finansowym. Nietypowym na skalę światową rozwiązaniem był

¹⁴² Dalej: "CONSOB".

¹⁴³ J. Glanc, *Equity crowdfunding as...*, *op.cit.*, s. 145-146.

¹⁴⁴ Zob. L' Equity Crowdfunding. Analisi sintetica della normative e aspetti operativi, CONSOB 2016, s.14. <https://www.consob.it/documents/11973/219974/pp6.pdf/21a0f4f2-f541-44bd-8fa0-6f7c601447a3> [dostęp: 31.03.2023 r.].

¹⁴⁵ Oferty publiczne akcji przeprowadzane za pośrednictwem autoryzowanej platformy crowdfundingowej nieprzekraczające łącznej kwoty 5 000 000 euro nie podlegały obowiązkowi publikacji prospektu emisyjnego. Zob. Review of crowdfunding..., *op.cit.*, s. 370.

¹⁴⁶ J. Glanc, *Equity crowdfunding as...*, *op.cit.*, s. 149.

wymóg, aby co najmniej 5%¹⁴⁷ pozyskiwanego przez spółkę kapitału pochodziło od inwestorów kwalifikowanych. Wprowadzając powyższe rozwiązanie, przyjęto założenie, że inwestorzy kwalifikowani, jako podmioty dysponujące adekwatnym i odpowiednim rozeznanieniem rynku, będą w stanie rzetelnie i racjonalnie ocenić dany projekt. Okoliczność, że określona zbiórka nie osiągnęła wymaganego progu była zatem interpretowana jako znak, że projekt zawiera określone mankamenty.

Warto odnotować, że główne założenia Rozporządzenia CONSOB dotyczyły objęcia szczególnymi obowiązkami prawnymi nie tylko operatorów platform crowdfundingowych, ale także podmioty które starają się pozyskać kapitał na realizację przedsięwzięć gospodarczych. Początkowo, crowdfunding inwestycyjny był zarezerwowany wyłącznie dla określonej kategorii podmiotów zwanych „przedsiębiorstwami innowacyjnymi” lub „start – upami”. Zaliczenie do kategorii przedsiębiorstwa innowacyjnego nie zależało od posiadania specyficznej formy prawnej, lecz spełnienia szeregu wymogów prawnych. I tak, status przedsiębiorstwa innowacyjnego mogły uzyskać podmioty będące spółką kapitałową jak również spółdzielnie prawa włoskiego i *societas europea* z siedzibą we Włoszech, które działały na rynku nie dłużej niż 48 miesięcy, a ich głównym - choć nie wyłącznym - przedmiotem działalności była produkcja lub komercjalizacja dóbr lub usług innowacyjnych o wysokiej wartości technologicznej¹⁴⁸. Dodatkowe wymogi dotyczyły m.in. maksymalnej wartości całkowitej produkcji rocznej (5 milionów euro), uzyskania stosownego wpisu do odpowiedniej sekcji w rejestrze przedsiębiorców¹⁴⁹. Ograniczenie to w praktyce doprowadziło do znaczącego spadku wykorzystania crowdfundingu jako formy finansowania z uwagi na niewielką grupę podmiotów, które mogły z niego korzystać, co

¹⁴⁷ Przepisy Rozporządzenia CONSOB przewidywały okoliczności, w których wartość ta mogła zostać obniżona do 3%.

¹⁴⁸ Przedsiębiorstwo innowacyjne powinno spełniać dodatkowo co najmniej jeden z poniższych warunków: (i) utrzymanie wydatków w dziedzinie badań i rozwoju co najmniej na poziomie 15% kosztów działalności lub wartości całej produkcji (ii) co najmniej jedna trzecia pracowników lub współpracowników powinna posiadać doktorat, być doktorantem lub mieć tytuł magistra i trzyletnie doświadczenie naukowo-badawcze certyfikowane przez instytucję badawczą; (iii) przedsiębiorstwo innowacyjne powinno posiadać prawa do własności przemysłowej, biotechnologicznej albo topografii układów scalonych, które są bezpośrednio powiązane z głównym celem prowadzonej działalności; zob. więcej P. L. V. Gałkowski, *Włoska regulacja Społecznościowego Finansowania Udziałowego Przedsiębiorstw Innowacyjnych Za Pośrednictwem Portali Internetowych. Zarys Modelu*, „Transformacje Prawa Prywatnego” 4/2016, s. 7 i in.

¹⁴⁹ P. L. V. Gałkowski, *Włoska regulacja Społecznościowego...*, *op.cit.*, s. 7 i n.

w efekcie skłoniło włoskiego prawodawcę do nowelizacji przepisów. Ostatecznie, z crowdfundingu inwestycyjnego mogły korzystać wszystkie podmioty zaliczane do kategorii małych i średnich przedsiębiorstw, zaś cała procedura pozyskiwania kapitału tą metodą uległa istotnemu uproszczeniu¹⁵⁰.

Mimo, że Rozporządzenie CONSOB przeszło głęboką modyfikację w czasie swojego obowiązywania¹⁵¹, rozwiązania w nim przewidziane wywarły istotny wpływ na rozwój unijnych ram prawnych crowdfundingu inwestycyjnego. Szereg mechanizmów mających na celu zapewnienie profesjonalizacji rynku crowdfundingu oraz wysokiego standardu ochrony inwestorów, jak na przykład obowiązek uzyskania zezwolenia przez operatora platformy crowdfundingowej, obowiązek publikacji dokumentu informacyjnego w odniesieniu do oferty finansowania społecznościowego czy podział inwestorów na dwie kategorie w zależności od posiadanej przez nich wiedzy i doświadczenia w zakresie inwestycji, zostało recypowanych w przepisach Rozporządzenia 2020/1503.

1.2.Francja

Francja była drugim po Włoszech krajem europejskim, który objął regulacjami prawnymi platformy crowdfundingowe¹⁵². Dnia 30 maja 2014 roku rząd francuski wydał Rozporządzenie nr 2014-559 w sprawie finansowania społecznościowego¹⁵³, którego założeniem było wprowadzenie jednolitych ram prawnych dla crowdfundingu w celu stymulowania rozwoju tego rynku, przy jednoczesnym zapewnieniu ochrony inwestorów. Rozporządzenie 2014-559 wprowadziło dwie nowe kategorie podmiotów:

¹⁵⁰Zob. *Equity crowdfunding in Italy*, Lexology <https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=abe9d900-dac9-4e37-a0f0-86be7b68be9c> [dostęp: 16.03.2023 r.]

¹⁵¹ Zmiany zostały wprowadzone najpierw w 2015 r. tzw. dekretem „*Crescita 3.0.*”, który rozszerzył krąg podmiotów dopuszczonych do finansowania za pomocą crowdfundingu inwestycyjnego, a następnie w 2017 r. mocą „*Decreto Correttivo*”, który umożliwił wszystkim małym i średnim przedsiębiorstwom korzystanie z crowdfundingu inwestycyjnego zob. J. Glanc, *Equity crowdfunding as...*, *op.cit.*, s. 144.

¹⁵² A. Cicchiello, M.C. Pietronudo, D. Leonele, A. Caporuscio, *Entrepreneurial dynamics...*, *op.cit.*, s. 244.

¹⁵³ Rozporządzenie nr 2014-559 z dnia 30 maja 2014 roku w sprawie finansowania społecznościowego, (Ordonnance n° 2014-559 du 30 mai 2014 relative au financement participatif) <https://www.legifrance.gouv.fr/loda/id/JORFTEXT000029008408> [dostęp: 14.03.2023], dalej: „Rozporządzenie 2014-559”.

doradców inwestycyjnych w zakresie finansowania społecznościowego (świadczących usługę crowdfundingu inwestycyjnego) oraz pośredników w finansowaniu społecznościowym (świadczących usługę crowdfundingu pożyczkowego).

Zgodnie z brzmieniem art. 1 Rozporządzenia 2014-559 poprzez doradcę inwestycyjnego w zakresie finansowania społecznościowego rozumiało się „osoby prawne, które w ramach prowadzonej przez siebie działalności zawodowej zajmują się doradztwem inwestycyjnym, o którym mowa w art. L. 321-1 pkt. 5 (Kodeksu monetarnego i finansowego¹⁵⁴ – przyp. aut.), dotyczącym ofert kapitałowych papierów wartościowych i dłużnych papierów wartościowych określonych w dekrete. Działalność ta prowadzona jest za pośrednictwem strony internetowej spełniającej cechy określone w ogólnych przepisach francuskiego Urzędu Nadzoru Rynków Finansowych¹⁵⁵”¹⁵⁶. Doradcy inwestycyjni w zakresie finansowania społecznościowego nie mogli świadczyć innego rodzaju działalności niż opisana wyżej, z wyjątkiem usług pośrednictwa crowdfundingowego oraz usług pomocniczych związanych z subskrypcją papierów wartościowych oraz ich zapisem na rachunku¹⁵⁷. Uzyskanie statusu doradcy inwestycyjnego w zakresie finansowania społecznościowego wymagało uzyskania wpisu do odpowiedniego rejestru prowadzonego przez ORIAS¹⁵⁸. Rozporządzenie 2014-559 wprowadziło szereg wymogów dla osób zarządzających takimi podmiotami, tj. musiały się one legitymować odpowiednim wiekiem, nieposzlakowaną opinią oraz kompetencjami zawodowymi określonymi przez AMF. Co więcej, doradcy inwestycyjni w zakresie finansowania społecznościowego zobowiązani zostali do prowadzenia działalności z zachowaniem należytej staranności, lojalności i uczciwości oraz w najlepszym interesie swoich klientów. Rozporządzenie 2014-559 wprowadziło

¹⁵⁴Code monétaire et financier, https://www.legifrance.gouv.fr/codes/section_lc/LEGITEXT000006072026/LEGISCTA000006139972/#LEGISCTA000044192594 [dostęp: 14.03.2023], dalej: „Kodeks monetarny i finansowy”.

¹⁵⁵ Fr. *Autorité des Marchés Financiers*, dalej: „AMF”.

¹⁵⁶ Tłumaczenie własne. Tekst oryginalny: „*Les conseillers en investissements participatifs sont les personnes morales exerçant à titre de profession habituelle une activité de conseil en investissement mentionnée au 5 de l'article L. 321-1 portant sur des offres de titres de capital et de titres de créance définies par décret. Cette activité est menée au moyen d'un site internet remplissant les caractéristiques fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers*”. Zob. art. 1 ust. 1 Aktu 2014-559

¹⁵⁷ Jean-Marc Moulin, *Chapter 42: Crowdfunding in France after the adoption of the ECSPR*, [w:] E. Macchiavello (red.) *Regulation on European...*, op.cit., s. 665.

¹⁵⁸ <https://www.orias.fr/> [dostęp: 15.03.2023 r.].

obowiązek m.in. ustanowienia polityki zarządzania konfliktami interesów, uzyskiwania informacji o wiedzy i doświadczeniu inwestycyjnym klientów, ich sytuacji finansowej, celach inwestycyjnych, tak aby móc dostosować kierowaną ofertę do danego klienta. Nadto, na doradców inwestycyjnych w zakresie finansowania społecznościowego nałożono obowiązek informowania klientów o zagrożeniach związanych z danymi ofertami papierów wartościowych, o charakterze usług świadczonych na rzecz emitentów, kosztach i stosunkach prawnych wiążących ich z emitentami. Każdy doradca musiał dołączyć do stowarzyszenia zawodowego odpowiedzialnego za monitorowanie jego członków na warunkach określonych w ogólnych przepisach AMF¹⁵⁹. Doradca inwestycyjny w zakresie finansowania społecznościowego powinien także dysponować ubezpieczeniem od odpowiedzialności cywilnej za naruszenie obowiązków zawodowych oraz być w stanie udowodnić jej posiadanie w każdym momencie. Dekret 2016-799¹⁶⁰ określa wysokość gwarancji, jaką doradcy powinni posiadać, rozróżniając kwotę na roszczenie (nie mniej niż 400 000 euro) i kwotę ubezpieczenia (800 000 euro rocznie). Ostatnia z tych kwot musiała umożliwiać pokrycie co najmniej dwóch szkód w danym roku ubezpieczenia.¹⁶¹

Artykuł 11 Rozporządzenia 2014-559 wprowadził zasady dotyczące trybu i zakresu ofert publicznych papierów wartościowych realizowanych w ramach crowdfundingu. Zgodnie z jego brzmieniem oferty publicznej nie stanowiła oferta:

- a) dotycząca papierów wartościowych emitowanych przez spółki akcyjne lub dłużnych papierów wartościowych, które nie zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym lub wielostronnym systemie obrotu;
- b) która jest oferowana przez dostawcę usług inwestycyjnych lub doradcę inwestycyjnego w zakresie finansowania społecznościowego za pośrednictwem strony internetowej spełniającej cechy określone w przepisach AFM

¹⁵⁹ Zob. art. 1 Rozporządzenia 2014-559, sekcja 2 i sekcja 3.

¹⁶⁰ Dekret 2016-799 z dnia 16 czerwca 2016 roku w sprawie obowiązku ubezpieczenia odpowiedzialności zawodowej doradców i pośredników finansowania społecznościowego, Décret n° 2016-799 du 16 juin 2016 relatif aux obligations d'assurance de responsabilité civile professionnelle des conseillers en investissements participatifs et des intermédiaires en financement participatif, <https://www.legifrance.gouv.fr/jorf/id/JORFTEXT000032719440> [dostęp: 14.03.2023], dalej: „Dekret 2016-799”.

¹⁶¹ Zob. art. 1 Dekretu 2016-799.

- c) których łączna wartość jest mniejsza niż 100 000 EUR lub równowartość tej kwoty w walucie obcej¹⁶².

Wyłączono tym samym oferty papierów wartościowych przeprowadzane z udziałem doradców inwestycyjnych w zakresie finansowania społecznościowego spod przepisów dotyczących ofert publicznych. Jednocześnie wprowadzono wyjątki od obowiązku sporządzenia i udostępnienia prospektu, jeśli papiery wartościowe były emitowane za pośrednictwem platformy finansowania społecznościowego, a ich wartość nie przekraczała określonej kwoty. Pierwotnie prospekt nie był wymagany przy ofertach papierów wartościowych o wartości poniżej 1 000 000 euro. Kwotę tę podniesiono następnie do kwoty 2 500 000 euro, a ostatecznie do 8 000 000 euro, gdzie suma ta obejmowała wartość ofert papierów wartościowych w ciągu 12 miesięcy od pierwszej emisji¹⁶³.

W przeciwieństwie do niektórych innych krajów (takich jak Stany Zjednoczone, Wielka Brytania czy Hiszpania), Rozporządzenie 2014-559 nie przewidywało żadnych podziałów na kategorie inwestorów i związanych z tym maksymalnych limitów inwestycyjnych. Mechanizmem, który miał za zadanie zabezpieczyć inwestorów przed inwestycją która nie odpowiada ich sytuacji finansowej, doświadczeniu i tolerancji ryzyka był obligatoryjny test odpowiedniości, którego negatywny wynik uniemożliwiał dostęp do platformy¹⁶⁴.

Warto również podkreślić, że w celu zapewnienia odpowiedniego poziomu profesjonalizmu wśród operatorów platform crowdfundingowych jak również promowania dobrych praktyk rynkowych francuskie stowarzyszenie crowdfundingowe – Finance Participatif France (FPF)¹⁶⁵ – ustanowiło kodeks postępowania, który był dobrowolnie przyjmowany przez jego członków¹⁶⁶.

¹⁶² Zob. art. 11 Rozporządzenia 2014-559

¹⁶³ Jean-Marc Moulin, *Chapter 42: Crowdfunding in France after the adoption of the ECSPR*, [w:] E. Macchiavello (red.) *Regulation on European...*, *op.cit.*, s. 666.

¹⁶⁴ A. Cicchiello, M.C. Pietronudo, D. Leonele, A. Caporuscio, *Entrepreneurial dynamics and...*, *op.cit.*, s.246.

¹⁶⁵ <https://financeparticipative.org/> [dostęp: 16.03.2023 r.].

¹⁶⁶ A. Cicchiello, M.C. Pietronudo, D. Leonele, A. Caporuscio, *Entrepreneurial dynamics and...*, *op.cit.*, s.246.

W literaturze wskazuje się, że wprowadzenie Rozporządzenia 2014-559 miało pozytywny wpływ na rynek crowdfundingu inwestycyjnego, który odnotował niebagatelny wzrost po wejściu w życie tego aktu¹⁶⁷. W 2013 r., a więc przed uchwaleniem regulacji, całkowita wartość transakcji crowdfundingu inwestycyjnego we Francji wynosiła 9,5 miliona euro. W 2015 r. wartość ta wzrosła do ponad 75 milionów euro¹⁶⁸. Obecnie rynek crowdfundingu inwestycyjnego we Francji jest jednym z najlepiej rozwiniętych rynków w całej Unii Europejskiej¹⁶⁹. Wartym odnotowania w tym kontekście jest fakt, że crowdfunding inwestycyjny jest najmniej popularnym typem crowdfundingu we Francji. Najdynamiczniejszy wzrost został odnotowany na rynku crowdfundingu pożyczkowego, który również został objęty Rozporządzeniem 2014-559. W samym 2020 r. inwestorzy pozyskali aż 740 milionów euro za pośrednictwem francuskich platform crowdfundingu pożyczkowego.

1.3.Finlandia

Fińska ustawa o finansowaniu społecznościowym¹⁷⁰ weszła w życie w 2016 r., ustanawiając tym samym spójne i komplementarne ramy prawne dla crowdfundingu Finlandii. CFA stanowiła element planu rozwoju Finlandii, mającego na celu wzmocnienie jej konkurencyjności względem innych europejskich krajów oraz promowanie cyfryzacji gospodarki¹⁷¹.

Przed uchwaleniem CFA w Finlandii nie obowiązywały przepisy odnoszące się *explicite* do crowdfundingu. Kwalifikacja prawna działalności operatorów platform crowdfundingowych, jak również obowiązki spółek pozyskujących kapitał za pomocą finansowania społecznościowego zależała więc od specyfiki danego projektu, co

¹⁶⁷ S. Jegelevi, L. Valanciene, *Comparative analysis of the ways crowdfunding is promoted*, „*Procedia – Social and Behavioral Sciences*” 213/ 2015, s. 270, zob. też A. Cicchiello, M.C. Pietronudo, D. Leonele, A. Caporuscio, *Entrepreneurial dynamics and...*, *op.cit.*, s.253.

¹⁶⁸ A. Cicchiello, M.C. Pietronudo, D. Leonele, A. Caporuscio, *Entrepreneurial dynamics and...*, *op.cit.*, s.237.

¹⁶⁹ Zob. pkt 2.2. w rozdziale I niniejszej rozprawy, zob. też European Crowdfunding Market Outlook 2023, https://www.maxcrowdfund.nl/en/blog/european-crowdfunding-market-outlook-2023?hs_amp=true/ [dostęp: 26.02.2023 r.].

¹⁷⁰ Fińska ustawa o finansowaniu społecznościowym 734/2016 z dnia 25 sierpnia 2016 r. <https://finlex.fi/fi/laki/kaannokset/2016/en20160734.pdf> [dostęp: 12.03.2023 r.] dalej jako: „CFA”

¹⁷¹ *Review of crowdfunding...*, *op.cit.*, s. 192.

prowadziło do wielu niejasności na tym tle oraz zróżnicowania poziomu ochrony inwestorów. W wielu przypadkach prowadzenie działalności w charakterze operatora platformy crowdfundingowej wymagało dopełnienia restrykcyjnych wymogów przewidzianych dla nadzorowanych instytucji finansowych, w szczególności firm inwestycyjnych¹⁷².

Podstawowym celem przyświecającym przyjęciu CFA było określenie jednolitych ram regulacyjnych dla pozyskiwania kapitału za pośrednictwem crowdfundingu inwestycyjnego lub crowdfundingu pożyczkowego oraz pośredniczenia w tej działalności. CFA wprowadziła stosunkowo prosty proces rejestracji oraz złagodziła niektóre wymogi regulacyjne względem operatorów platform crowdfundingowych, na przykład poprzez zniesienie wymogu przystąpienia do funduszu gwarancyjnego czy obniżenie minimalnej wysokości kapitału zakładowego z 125 000 euro do 50 000 euro¹⁷³. Jednocześnie zwiększono również poziom ochrony inwestorów, m.in. poprzez rozszerzenie obowiązków informacyjnych względem nich (np. wprowadzenie obowiązku publikacji tzw. dokumentu podstawowych informacji w odniesieniu do każdej oferty finansowania społecznościowego oraz ostrzeżenia o ryzyku¹⁷⁴). Na operatorów platform crowdfundingowych nałożono również m.in. obowiązki dotyczące zarządzania konfliktami interesów, pozyskiwania informacji o wiedzy i doświadczeniu klientów w zakresie rynku finansowego, w przypadku, gdy inwestycja przekraczała 2000 euro, ujawniania i przechowywania informacji o transakcjach i usługach, nagrywania rozmów telefonicznych oraz odpowiedniej obsługi reklamacji klientów. Każdy operator platformy crowdfundingowej był ponadto zobowiązany do przestrzegania przepisów w zakresie przeciwdziałania praniu pieniędzy oraz finansowania terroryzmu¹⁷⁵. Kluczowe jest, że CFA nie miało zastosowania w przypadku, gdy określony podmiot ubiegał się o

¹⁷² Current state of crowdfunding in Finland 2016 <https://www.crowdfundinghub.eu/current-state-crowdfunding-finland/> [dostęp: 16.03.2023 r.].

¹⁷³ Finland Updates Investment Crowdfunding Rules, The Act Will “Improve New Financing Options, Particularly in Bottleneck Situations Affecting the Growth of SMEs”, Crowdfundinsider <https://www.crowdfundinsider.com/2016/04/84311-finland-updates-investment-crowdfunding-rules-the-act-will-improve-new-financing-options-particularly-in-bottleneck-situations-affecting-the-growth-of-smes/> [dostęp: 31.03.2023 r.].

¹⁷⁴ A. Kallio, *Reflections and Highlights from the Finnish Crowdfunding Act*, Crowdfunding Regulation Seminar 8 February 2017/ Kristiansand, Norway, s. 27.

¹⁷⁵ *Ibidem*, s. 194-195.

finansowanie poprzez samodzielne oferowanie własnych papierów wartościowych, na przykład w drodze zorganizowania emisji akcji za pośrednictwem własnej strony internetowej bez udziału pośrednika w finansowaniu społecznościowym.

CFA była co prawda krytykowana w dyskusji publicznej za zbyt liberalne i innowacyjne podejście do kwestii finansowania społecznościowego¹⁷⁶, nie ma jednak wątpliwości, że jej uchwalenie doprowadziło do dynamicznego rozwoju crowdfundingu w Finlandii¹⁷⁷. W 2015 r. wartość rynku crowdfundingu inwestycyjnego w Finlandii szacowana była na około 15 milionów euro, podczas gdy w 2017 r. na ponad 50 milionów euro. Jeszcze większy wzrost można zaobserwować w przypadku crowdfundingu pożyczkowego¹⁷⁸. Przykład Finlandii unaocznia, że wprowadzenie odpowiednich regulacji dla crowdfundingu może w znacznym stopniu przyczynić się do rozwoju tego rynku. Kwestią o pierwszorzędym znaczeniu pozostaje jednak to, aby przepisy nie nakładały nieproporcjonalnych obciążeń zarówno na spółki poszukujące finansowania w drodze crowdfundingu, jak i podmioty pośredniczące w tym procesie.

1.4. Hiszpania

Rynek finansowania społecznościowego w Hiszpanii od samego początku rozwijał się niezwykle prężnie. Wskazuje się, że w 2015 r. liczba platform crowdfundingowych funkcjonujących w Hiszpanii była drugą co do wielkości w Europie, zaraz po Wielkiej Brytanii¹⁷⁹. W trosce o zapewnienie wysokiego standardu ochrony uczestników rynku, hiszpański ustawodawca zdecydował się na szybkie działanie w odpowiedzi na stale

¹⁷⁶ I. Harju, A. Kallio, *Crowdfunding Act: Accelerating the Growth of Crowdfunding Market in Finland* [w:] O. Gajda, D. Marom, T. Wright (red.), *CrowdAsset. Crowdfunding for Policymakers*, Singapore 2020, s. 331.

¹⁷⁷ *Ibidem*, s. 211.

¹⁷⁸ *Growth in corporate lending through crowdfunding platforms* <https://www.suomenpankki.fi/en/Statistics/peer-to-peer-and-crowdfunding/older-news/2020/growth-in-corporate-lending-through-crowdfunding-platforms/> [dostęp: 31.03.2023 r.].

¹⁷⁹ Zob. F. Zunzunegui, *The Spanish Crowdfunding Act*, RDMF, s. 4. <http://www.rdmf.es/wp-content/uploads/2019/04/The-spanish-crowdfunding-act.pdf> [dostęp: 7.02.2023 r.].

zwiększającą się popularność tej metody finansowania. Dnia 27 kwietnia 2015 r. uchwalono ustawę 5/2015 o wspieraniu finansowania działalności gospodarczej¹⁸⁰

Ustawa FFE określała wymogi organizacyjne i ostrożnościowe dotyczące dla operatorów platform crowdfundingu inwestycyjnego, jak również wprowadzała szczególne limity inwestycyjne dla inwestorów oraz określała szczegółowe zasady dotyczące ujawniania informacji dotyczących inwestycji oraz związanego z nią ryzyka. Głównym założeniem Ustawy FFE było określenie mechanizmów służących ochronie inwestorów¹⁸¹.

Zgodnie z art. 46 ust. 1 Ustawy FFE platformami crowdfundingowymi były „*upoważnione podmioty, które prowadzą działalność zawodową za pośrednictwem Internetu lub innych środków komunikacji elektronicznej w zakresie łączenia wielu osób fizycznych lub prawnych oferujących finansowanie w zamian za zwrot pieniężny, zwanych inwestorami, z osobami fizycznymi lub prawnymi ubiegającymi się o finansowanie pod własną nazwą, która ma być używana w projekcie crowdfundingowym, zwanymi właścicielami projektu*”¹⁸². Podmioty, które zamierzały prowadzić platformę finansowania społecznościowego zostały zobligowane do uzyskania zezwolenia Krajowej Komisji ds. Rynku Papierów Wartościowych (*hiszp. Comisión Nacional del Mercado de Valores*¹⁸³) oraz wpisu do odpowiedniego rejestru. Przed tymi podmiotami postawiono również szereg wymogów dotyczących struktury organizacyjnej oraz zasad prowadzenia działalności. Najistotniejszym z nich był obowiązek posiadania funduszy własnych w wysokości co najmniej 60 tysięcy euro¹⁸⁴ lub polisy ubezpieczeniowej od odpowiedzialności cywilnej na minimalną kwotę 300 tysięcy euro na roszczenie i 400

180 Ustawa 5/2015 z dnia 27 Kwietnia 2015 r. o wspieraniu finansowania działalności gospodarczej (BOE no 101, 28 April 2015, p. 36599- 36684) <https://www.boe.es/eli/es/l/2015/04/27/5> [dostęp: 12.03.2023 r.], dalej: „Ustawa FFE”.

181 M.C. Casas, S.A. Royo-Villanova, *A Comparative Analysis of Spanish Crowdfunding Regulation and The ECSPR* [w:] E. Macchiavello (red.) *Regulation on European...*, *op.cit.*, s.752.

182 Tłumaczenie własne, tekst oryginalny: „*Son plataformas de financiación participativa las empresas autorizadas cuya actividad consiste en poner en contacto, de manera profesional y a través de páginas web u otros medios electrónicos, a una pluralidad de personas físicas o jurídicas que ofrecen financiación a cambio de un rendimiento dinerario, denominados inversores, con personas físicas o jurídicas que solicitan financiación en nombre propio para destinarlo a un proyecto de financiación participativa, denominados promotores*”. Zob. art. 46 ust. 1 Ustawy FFE.

183 Dalej: „CNMV”.

184 W zależności od wartości projektów, które miały być prezentowane za pośrednictwem platformy, minimalny poziom środków własnych mógł sięgać nawet 2 milionów euro. F. Zunzunegui, *The Spanish Crowdfunding...*, *op.cit.*, s. 15.

tysięcy euro całkowitej odpowiedzialności rocznej¹⁸⁵. Operatorzy platform crowdfundingowych zostali również zobligowani do przeprowadzania tzw. procesu *due diligence* właścicieli projektów czyli podjęcia odpowiednich środków w celu przeanalizowania osób zarządzających oraz sytuacji finansowej podmiotu ubiegającego się o kapitał za pośrednictwem platformy¹⁸⁶. Oprócz powyższego, operatorzy platform crowdfundingowych powinni dochowywać należytej staranności w procesie selekcji projektów, które zostały dopuszczone do finansowania¹⁸⁷.

Kluczowym założeniem Ustawy FFE było również zróżnicowanie poziomu ochrony przyznanego inwestorom w zależności od ich indywidualnej sytuacji. W tym celu, operatorzy platform crowdfundingowych byli zobowiązani do wyróżniania dwóch kategorii inwestorów: akredytowanych i nieakredytowanych. Podział ten zasadniczo pokrywał się z podziałem na inwestorów profesjonalnych i detalicznych, przyjętym w przepisach implementujących Dyrektywę 2014/65/UE¹⁸⁸. Podstawowym kryterium zaliczenia do kategorii inwestora akredytowanego jest dysponowanie określonym majątkiem¹⁸⁹. I tak za inwestorów akredytowanych uważani są przedsiębiorcy, którzy spełniają co najmniej dwa z poniższych warunków:

- a) suma pozycji aktywów jest równa lub większa niż 1 milion euro;
- b) roczny obrót jest równy lub większy niż 2 miliony euro;
- c) kapitał własny jest równy lub większy niż 300 tysięcy euro.

Inwestorami akredytowanymi mogą być również osoby fizyczne, które spełnią łącznie następujące warunki: posiadają roczny dochód przekraczający 50 tysięcy euro lub aktywa finansowe przekraczające 100 tysięcy euro oraz wystąpią z żądaniem o uznanie ich za inwestorów akredytowanych, wyraźnie zrzekając się traktowania jako inwestorzy¹⁹⁰. *A contrario*, inwestorem nieakredytowanym będzie każdy podmiot, który nie jest inwestorem akredytowanym. Podział na inwestorów akredytowanych i

¹⁸⁵F. Zunzunegui, *The Spanish Crowdfunding...*, *op.cit.*, s. 15, zob. też M.C. Casas, S.A. Royo-Villanova, *A Comparative Analysis*, *op.cit.*, s. 754.

¹⁸⁶M.C. Casas, S.A. Royo-Villanova, *A Comparative Analysis*, *op.cit.*, s. 763.

¹⁸⁷*Ibidem*.

¹⁸⁸F. Zunzunegui, *The Spanish Crowdfunding...*, *op.cit.*, s. 27.

¹⁸⁹Za inwestorów akredytowanych uznawane są również podmioty wymienione wprost w przepisach np. instytucje kredytowe, instytucje zbiorowego inwestowania czy fundusze emerytalne, zob. więcej M.C. Casas, S.A. Royo-Villanova, *A Comparative Analysis...*, *op.cit.*, s. 757.

¹⁹⁰*Ibidem*.

nieakredytowanych ma istotny wymiar praktyczny. Uznaje się bowiem, że inwestorzy nieakredytowani cechują się większą ekspozycją na ryzyko związane z inwestowaniem, a w konsekwencji należy względem takich inwestorów stosować bardziej rygorystyczne zasady w zakresie limitów inwestycyjnych czy obowiązków informacyjnych. Na gruncie Ustawy FFE, operator platformy crowdfundingowej był zobligowany przekazać inwestorowi wyraźny komunikat dotyczący m.in. tego że:

- a) projekt finansowany za pośrednictwem platformy nie jest zatwierdzany lub nadzorowany przez CNMV lub bank centralny Hiszpanii;
- b) istnieje ryzyko całkowitej lub częściowej utraty zainwestowanego kapitału, ryzyko nieosiągnięcia oczekiwanego zwrotu z inwestycji oraz ryzyko braku płynności;
- c) zainwestowany kapitał nie podlega ochronie funduszu gwarancyjnego¹⁹¹.

Inwestor nieakredytowany mógł ponadto zainwestować wyłącznie do 3 tysięcy euro w poszczególny projekt crowdfundingowy i łącznie do 10 tysięcy euro rocznie w każdy rodzaj projektu crowdfundingowego. Podział na dwie kategorie inwestorów miał również znaczenie dla wysokości środków jaka mogła być pozyskiwana z wykorzystaniem platformy crowdfundingowej oraz limitów inwestycyjnych dla konkretnego inwestora. Co do zasady, właściciel projektu mógł pozyskiwać w ten sposób do 2 milionów euro rocznie. Wyjątkowo kwota ta mogła sięgać 5 milionów euro, w przypadku, gdy projekt skierowany był wyłącznie do inwestorów akredytowanych¹⁹².

Mimo, że Ustawa FFE jest uznawana za stosunkowo restrykcyjną, głównie z uwagi na przewidziane w niej limity i ograniczenia inwestycyjne dla poszczególnych inwestorów¹⁹³, należy uznać że jej wprowadzenie przyniosło pozytywne skutki dla rynku crowdfundingu inwestycyjnego w Hiszpanii. Po wejściu w życie nowych przepisów, wartość rynku crowdfundingu inwestycyjnego w Hiszpanii odnotowała wzrost z 5,6 milionów euro do ponad 10 milionów euro¹⁹⁴. Obecnie rynek crowdfundingu

¹⁹¹ *Ibidem* s. 757-758.

¹⁹² *Ibidem* s. 759.

¹⁹³ A. Cicchiello, M.C. Pietronudo, D. Leonele, A. Caporuscio, *Entrepreneurial dynamics and...*, *op.cit.*, s.254.

¹⁹⁴ A. Cicchiello, M.C. Pietronudo, D. Leonele, A. Caporuscio, *Entrepreneurial dynamics and...*, *op.cit.*, s.237.

inwestycyjnego w Hiszpanii jest jednym z najlepiej rozwiniętych rynków w całej Unii Europejskiej¹⁹⁵.

Podobnie jak w przypadku Włoch, szereg rozwiązań przewidzianych w hiszpańskich przepisach regulujących crowdfunding stało się inspiracją dla projektodawców Rozporządzenia 2020/1503. Przykładem może być obowiązek uzyskania zezwolenia przez operatorów platform crowdfundingowych, wymóg posiadania przez nich funduszy własnych na odpowiednim poziomie, podział inwestorów na dwie kategorie czy obowiązek dochowywania należytej staranności w procesie selekcji projektów, które zostały dopuszczone do finansowania za pośrednictwem platformy.

1.5.Polska

W Polsce pierwszym aktem prawnym regulującym pozyskiwanie środków za pomocą crowdfundingu była ustawa ECSP zapewniająca stosowanie Rozporządzenia 2020/1503, która weszła w życie 21 lipca 2022 r. Wcześniej, nie podejmowano nawet prób skodyfikowania przepisów dotyczących finansowania społecznościowego, mimo że proces ten wywoływał daleko idące wątpliwości natury prawnej.

Z crowdfunding inwestycyjnego w Polsce korzystały przed wszystkim dwa typy spółek: spółki akcyjne oraz spółki z ograniczoną odpowiedzialnością¹⁹⁶. Z uwagi na to, że udziały tych drugich w odróżnieniu od akcji spółek akcyjnych nie mają charakteru papierów wartościowych w rozumieniu ustawy o ofercie publicznej, a w konsekwencji również i instrumentów finansowych zgodnie z ustawą o obrocie instrumentami finansowymi zakres przepisów mających zastosowanie do crowdfundingu był różny, w zależności od formy prawnej podmiotu pozyskującego finansowanie. Dochodziło zatem do sytuacji, w której dwie kampanie crowdfundingowe przeprowadzane na tej samej

¹⁹⁵ Zob. pkt 2.2. w rozdziale I niniejszej rozprawy, zob. też European Crowdfunding Market Outlook 2023, https://www.maxcrowdfund.nl/en/blog/european-crowdfunding-market-outlook-2023?hs_amp=true/ [dostęp: 26.02.2023 r.].

¹⁹⁶ W praktyce zdarzają się również kampanie crowdfundingowe spółek komandytowo-akcyjnych, jednak należą one do zdecydowanej mniejszości. Jako przykład spółek działających w tej formie prawnej i wykorzystujących crowdfunding inwestycyjny wskazać można WX spółka z ograniczoną odpowiedzialnością S.K.A. zob. <https://emisja.ibuyers.pl> [dostęp 20.09.2020 r.] oraz Browar Za Miastem spółka z ograniczoną odpowiedzialnością S.K.A. zob. <https://naszbrowar.pl> [dostęp: 20.09.2020 r.].

platformie podlegały zupełnie innym reżimom prawnym. Dla przykładu, podstawowym obowiązkiem emitentów akcji korzystających z crowdfundingu inwestycyjnego był obowiązek sporządzenia i opublikowania odpowiedniego dokumentu informacyjnego zgodnie z ustawą o ofercie publicznej oraz Rozporządzeniem 2017/1129. W zależności od kwoty zbieranych środków był to: dokument zawierający informacje o ofercie, o którym mowa w art. 37a ustawy o ofercie publicznej, memorandum informacyjne o którym mowa w art. 37b lub art. 38a ustawy o ofercie publicznej albo prospekt w rozumieniu Rozporządzenia 2017/1129. W praktyce zdecydowana większość kampanii crowdfundingu inwestycyjnego zakłada pozyskiwanie środków w kwocie nie wyższej niż 1 000 000 euro, co pozwalało na skorzystanie z tak zwanego wyłączenia prospektowego (tj. braku obowiązku sporządzenia prospektu emisyjnego lub memorandum informacyjnego dla oferty publicznej papierów wartościowych w wyniku której suma zakładanych wpływów brutto emitenta w ciągu ostatnich 12 miesięcy stanowi mniej niż 1 000 0000 euro), zgodnie z art. 1 ust. 3 Rozporządzenia 2017/1129. Jednocześnie, kampanie crowdfundingowe których przedmiotem były udziały w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością nie były obwarowane żadnymi szczególnymi obowiązkami prawnymi w zakresie publikacji informacji dotyczących oferty i to niezależnie od kwoty zbiórki. Innymi słowy, spółka z ograniczoną odpowiedzialnością przeprowadzająca zbiórkę crowdfundingu inwestycyjnego nie była zobligowana przez przepisy do przygotowania jakiegokolwiek dokumentu informacyjnego nawet, gdy wysokość zbiórki przekraczała 1 000 000 euro, podczas gdy w tej sytuacji spółka akcyjna miałaby obowiązek sporządzenia oraz opublikowania prospektu. Taki stan rzeczy prowadził więc do swoistej asymetrii informacyjnej wśród inwestorów, a w konsekwencji znacząco różnicował poziom ochrony ich interesów.

Nie mniej trudności budziła również kwalifikacja usług świadczonych przez operatorów platform crowdfundingu inwestycyjnego. Z uwagi na dokonywanie czynności mających ścisły związek z obrotem instrumentami finansowymi (akcjami) pojawiały się wątpliwości, czy działalność platform finansowania społecznościowego nie stanowi usługi oferowania instrumentów finansowych w rozumieniu art. 72 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, a w konsekwencji czy nie wymaga uzyskania zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego na prowadzenie działalności maklerskiej. W

celu skłaryfikowania legalnej oceny działań podejmowanych w ramach kampanii crowdfundingowych Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, dnia 29 marca 2019 r. wydał stanowisko dotyczące definicji usługi oferowania instrumentów finansowych zawartej w art. 72 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi¹⁹⁷. W świetle Stanowiska UKNF podstawowe znaczenie dla zakwalifikowania określonej czynności do kategorii oferowania ma jej cel. Podmiot podejmujący się świadczenia usług oferowania instrumentów finansowych dokonuje tego z zamiarem nabycia przez inne podmioty instrumentów finansowych emitenta. Nie ma wątpliwości, że działalność platform crowdfundingowych ma na celu umożliwienie inwestorom nabycia papierów wartościowych emitentów korzystających z pośrednictwa platformy. Oznacza to, że działalność platform crowdfundingu inwestycyjnego może w pewnych sytuacjach stanowić oferowanie instrumentów finansowych w rozumieniu art. 72 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Podsumowując wnioski zawarte w Stanowisku UKNF, czynności podejmowane przez operatora platformy crowdfundingowej mogą stanowić czynności maklerskie oferowania instrumentów finansowych w szczególności w razie zaistnienia co najmniej jednej z następujących okoliczności:

- a) operator platformy crowdfundingowej będzie publikował na swojej stronie internetowej informacje stanowiące wystarczającą podstawę do nabycia akcji;
- b) operator platformy crowdfundingowej będzie aktywnie pośredniczyć w nabywaniu akcji tj. w szczególności poprzez przyjmowanie zapisów na objęcie akcji lub przyjmowanie środków pieniężnych tytułem opłacenia zapisów;
- c) operator platformy crowdfundingowej będzie przysyłać spersonalizowane informacje dotyczące konkretnej emisji akcji w celu promowania, bezpośrednio lub pośrednio ich nabycia lub w celu zachęcania, bezpośrednio lub pośrednio, do ich nabycia.

W pozostałych przypadkach czynności wykonywane przez operatorów platformy crowdfundingu inwestycyjnego nie wypełniały – co do zasady – przesłanek oferowania

¹⁹⁷ Stanowisko UKNF dotyczące definicji usługi oferowania instrumentów finansowych zawartej w art. 72 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Oferowanie_Instrumentow_65197.pdf [dostęp: 20.09.2021 r.], dalej jako: „Stanowisko UKNF z 2019 r.”.

instrumentów finansowych w rozumieniu art. 72 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Stanowisko UKNF nie wyeliminowało jednak wszystkich wątpliwości jakie pojawiały się w związku z prowadzeniem kampanii crowdfundingowej. W szczególności, nadal nie było jasne jakie informacje mogą zostać uznane za „informacje stanowiące wystarczającą podstawę do nabycia akcji” biorąc pod uwagę, iż określenie to nie posiada legalnej definicji. W Stanowisku UKNF z 2019 r. wskazano, że do uznania określonej informacji za wystarczającą podstawę do nabycia akcji, co do zasady wystarczające jest przekazanie łącznie informacji wskazujących na rodzaj instrumentu finansowego, którego dotyczy oferta, cenę instrumentu finansowego (nie tylko w sposób bezpośredni poprzez podanie jej wysokości, przedziałów cenowych, wartości minimalnych lub maksymalnych lub informacji pozwalających na jej ustalenie, ale także w sposób pośredni poprzez podanie informacji pozwalających potencjalnemu inwestorowi na jej szacowanie) oraz osobę emitenta poprzez podanie nazwy lub scharakteryzowanie emitenta w sposób pozwalający na ustalenie branży, w której działa. Jednocześnie w Stanowisku UKNF z 2019 r. wyraźnie podkreślono, że *„w określonych stanach faktycznych, dostateczne dla uznania, że podane informacje są wystarczające dla podjęcia decyzji inwestycyjnej, może okazać się podanie mniejszego zakresu informacji niż wskazany powyżej.”* To z kolei nie pozwala na abstrakcyjne określenie katalogu informacji, które mogą determinować podjęcie decyzji o nabyciu akcji. W trosce by nie naruszyć przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi dotyczących usługi oferowania instrumentów finansowych rozwinęła się praktyka rynkowa, zakładająca, że wszelkie informacje dotyczące oferty i emitenta publikowane są na domenie internetowej należącej do emitenta, a nie operatora platformy crowdfundingowej. Prawdliwość takiego podejścia została potwierdzona w Stanowisku Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego dotyczącym zasad funkcjonowania tzw. platform crowdfundingu inwestycyjnego z dnia 9 kwietnia 2020 r.¹⁹⁸. W Stanowisku UKNF z 2020 r. doprecyzowano również inne zasady, jakimi powinien kierować się podmiot pośredniczący w prowadzeniu kampanii crowdfundingu inwestycyjnego, tak by działać

¹⁹⁸Stanowisko Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego dotyczącym zasad funkcjonowania tzw. platform crowdfundingu inwestycyjnego z dnia 9 kwietnia 2020 r.
https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Stnowisko_UKNF_dot_platform_crowdfundingu_inwestycyjnego_69487.pdf [dostęp: 20.09.2021 r.] dalej: „Stanowisko UKNF z 2020 r.”.

zgodnie z obowiązującym prawem. Należą do nich w szczególności: zakaz przygotowywania rekomendacji inwestycyjnych, nakaz jednakowego traktowania emitentów (zakaz faworyzowania określonych podmiotów) oraz zakaz przyjmowania wpłat od inwestorów bez posiadania odpowiedniego zezwolenia na świadczenie usług płatniczych.

Konieczność opracowania przepisów wytyczających wyraźną granicę przebiegającą pomiędzy działalnością regulowaną, jaką jest działalność maklerska, a działalnością operatorów platform crowdfundingu inwestycyjnego była sygnalizowana przez uczestników rynku już w 2019 r. w trakcie uzgodnień projektu Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego¹⁹⁹ opracowywanej przez Ministerstwo Finansów. W ostatecznej wersji SRRK wskazano jednak, że prace nad ewentualnymi ramami prawnymi dla finansowania społecznościowego będą uzależnione od ostatecznego kształtu regulacji unijnych. Z tego względu – mimo szeregu wątpliwości wywołanych brakiem odpowiedniej legislacji - do czasu przyjęcia ostatecznego brzmienia Rozporządzenia 2020/1503 nie podjęto próby uchwalenia przepisów regulujących crowdfunding inwestycyjny w Polsce. Brak odpowiednich ram prawnych dla tego zjawiska, jak również brak jednolitej praktyki rynkowej w zakresie świadczenia usług finansowania społecznościowego skłaniał samych operatorów platform crowdfundingowych do podejmowania szeregu inicjatyw oddolnych, mających na celu zapewnienie odpowiedniego poziomu profesjonalizmu i ochrony praw inwestorów. Jednym z przykładów takich inicjatyw jest opracowany pod patronatem Związku Przedsiębiorstw Finansowych w Polsce²⁰⁰ dokument pod nazwą Zasady Dobrych Praktyk Operatorów Platform Crowdfundingowych²⁰¹. Wskazany dokument miał jednak niewiążący charakter, a do jego stosowania zobowiązali się wyłącznie przedsiębiorcy zrzeszeni w ramach Związku Przedsiębiorstw Finansowych w Polsce.

1.6. Szwecja

¹⁹⁹ <https://www.gov.pl/web/finanse/strategia-rozwoju-ryнку-kapitałowego> [dostęp: 31.03.2023 r.] dalej: „SRRK”.

²⁰⁰ Dawniej Konferencja Przedsiębiorstw Finansowych (KPF).

²⁰¹ Zob. <https://zpf.pl/platformy-crowdfundingowe-z-zasadami-dobrych-praktyk/> [dostęp: 31.03.2023 r.].

Platformy crowdfundingu inwestycyjnego cieszą się w Szwecji największą popularnością ze wszystkich modeli finansowania społecznościowego²⁰², a liczba przeprowadzanych kampanii zwiększa się z roku na rok. Mimo to, do czasu przyjęcia Rozporządzenia 2020/1503 obszar ten pozostawał poza bezpośrednią regulacją prawną. Brak przepisów, które *expressis verbis* odnosiłyby się do crowdfundingu wywoływał szereg wątpliwości prawnych odnośnie do legalności pozyskiwania środków tą metodą. Najbardziej problematyczna była ocena prawna dopuszczalności korzystania z crowdfundingu przez prywatne spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, wobec ustawowego zakazu publicznego promowania i reklamowania ofert nabycia lub objęcia udziałów w tych spółkach. Problem ten już w 2016 r. został dostrzeżony przez szwedzki rząd, który powołał specjalną komisję legislacyjną, której zadaniem była ocena potencjalnych skutków uchwalenia nowych przepisów dotyczących finansowania społecznościowego. Efektem prac komisji było przyjęcie w 2018 r. projektu ustawy, która wprowadzała nowe wymogi prawne dla ofert finansowania społecznościowego, których przedmiotem są udziały. Ustawa nie została jednak ostatecznie przyjęta, a zatem do czasu rozpoczęcia obowiązywania Rozporządzenia 2020/1503 istotną wskazówką w ustalaniu odpowiedniego zakresu zastosowania poszczególnych aktów prawnych do procesu pozyskiwania kapitału w ramach finansowania społecznościowego było oficjalne stanowisko szwedzkiego Urzędu Nadzoru Finansowego (szw. *Finansinspektionen*²⁰³) z dnia 15 grudnia 2015 r.²⁰⁴ Kluczowy wniosek wynikający z dokumentu FI był taki, że do działalności platform crowdfundingu inwestycyjnego nie stosuje się przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi²⁰⁵ oraz ustawy o papierach wartościowych²⁰⁶

²⁰² Zgodnie z danymi zebranymi przez European Crowdfunding Network, w 2017 r. funkcjonowało ich ok. 15-20. Zob. *Review of crowdfunding...*, *op.cit.*, s. 608.

²⁰³ Dalej: "FI".

²⁰⁴ Finansinspektionen Crowdfunding in Sweden – an overview. https://www.fi.se/contentassets/0ffe196bc6ba4569bc16682da5faae14/grasrotsfinansiering_151214_eng_ny.pdf [dostęp: 31.03.2023 r.].

²⁰⁵ Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi (1991:980) https://www.riksdagen.se/sv/dokument-lagar/dokument/svensk-forfattningssamling/lag-1991980-om-handel-med-finansiella_sfs-1991-980 [dostęp: 16.03.2023 r.].

²⁰⁶ Ustawa o papierach wartościowych (2007:528) https://www.riksdagen.se/sv/dokument-lagar/dokument/svensk-forfattningssamling/lag-2007528-om-vardepappersmarknaden_sfs-2007-528 [dostęp: 16.03.2023 r.].

bowiem udziały niebędące przedmiotem obrotu na rynku regulowanym nie mają charakteru instrumentów finansowych w rozumieniu szwedzkich przepisów implementujących Dyrektywę 2014/65/UE. Konsekwencją powyższego było również to, że spółki pozyskujące kapitał za pomocą crowdfundingu inwestycyjnego nie były zobligowane do sporządzenia i opublikowania prospektu zgodnie z Rozporządzeniem 2017/1129, zaś platformy crowdfundingowe nie musiały ubiegać się o uzyskanie zezwolenia na prowadzenie działalności w charakterze firmy inwestycyjnej. Wymóg uzyskania odpowiedniego zezwolenia mógł pojawić się natomiast, gdy operator platformy zamierzał świadczyć również inne, dodatkowe usługi, na przykład usługi płatnicze. W niektórych okolicznościach operatorzy platform mogli również być zobligowani do zarejestrowania swojej działalności zgodnie z ustawą o niektórych operacjach finansowych. Bieżący nadzór FI w tej sytuacji ograniczał się jednak wyłącznie do corocznej kontroli czy organ zarządzający oraz wspólnicy spółki prowadzącej platformę nie naruszyli przepisów prowadzenia działalności gospodarczej oraz nie byli karani za poważne przestępstwa.

Wobec przejrzystych przepisów zakładających, że udziałów spółek, które nie są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, nie można zaliczyć do kategorii instrumentów finansowych, w Szwecji nie istniały wątpliwości odnośnie do tego, czy działalność operatorów platform crowdfundingowych może w pewnych okolicznościach stanowić działalność maklerską, a konsekwencji czy wymaga uzyskania stosownego zezwolenia FI. Powyższe nie oznacza jednak, że proces pozyskiwania kapitału za pomocą crowdfundingu nie wywoływał żadnych niejasności prawnych. Największą trudność stanowiła ocena, czy w świetle zakazu publicznego promowania nabycia lub objęcia udziałów prywatnych spółek z ograniczoną odpowiedzialnością podmioty te mogą korzystać z finansowania społecznościowego. Mimo, że w swoich oficjalnych stanowiskach FI podkreślało, że wyjątki przewidziane od tego zakazu nie obejmują crowdfundingu inwestycyjnego, duża liczba kampanii przeprowadzana była właśnie przez prywatne spółki z ograniczoną odpowiedzialnością z naruszeniem przepisów ustawy o spółkach²⁰⁷. Powyższe doprowadziło do powstania daleko idącej niepewności

²⁰⁷Ustawa o spółkach (2005:551) https://www.riksdagen.se/sv/dokument-lagar/dokument/svensk-forfattningssamling/aktiebolagslag-2005551_sfs-2005-551 [dostęp: 12.03.2023 r.].

prawnej co do legalności takich zbiorów. Analiza porównawcza rynków crowdfundingu inwestycyjnego w krajach skandynawskich (przede wszystkim w Finlandii i Szwecji) prowadzi do wniosku, że istnieje wyraźna korelacja między brakiem ograniczeń w publicznym reklamowaniu nabycia lub objęcia udziałów w określonych typach spółek oraz rozwojem finansowania społecznościowego²⁰⁸. Spółki, których udziały nie mogą być przedmiotem kampanii crowdfundingowych nie decydują się na przekształcenie, lecz kierują swoje zainteresowanie w stronę innych źródeł finansowania, na przykład wykorzystujących środki publiczne²⁰⁹.

Na problemy wynikające z braku odpowiednich przepisów regulujących pozyskiwanie kapitału za pomocą crowdfundingu zwracał uwagę już sam FI²¹⁰. Oprócz opisanych wyżej wątpliwości związanych z możliwością publicznego promowania nabycia lub objęcia udziałów spółek z ograniczoną odpowiedzialnością nadzorca zwrócił uwagę również na ryzyka związane z niezapewnieniem właściwego poziomu ochrony konsumentów czy brakiem dostępu do pełnych informacji przez inwestorów. FI wyraził tym samym stanowisko popierające objęcie crowdfundingu inwestycyjnego określonymi przepisami prawnym, lecz - co interesujące - nie przesądził, czy powinno odbyć się to w drodze uchwalenia nowych przepisów, czy też rozszerzenia zakresu zastosowania już istniejących. Mimo tego, szwedzki prawodawca do czasu uchwalenia Rozporządzenia 2020/1503 nie podjął żadnej inicjatywy mającej na celu uregulowanie rynku crowdfundingu.

2. Motywy przemawiające za uchwaleniem Rozporządzenia 2020/1503

Zwiększająca się z roku na rok popularność crowdfundingu jako metody pozyskiwania kapitału wśród małych i średnich przedsiębiorstw skłoniła organy Unii Europejskiej do podjęcia ukierunkowanych działań mających na celu zbadania roli tego zjawiska w unijnym systemie finansowym. W ramach tej inicjatywy Komisja Europejska

²⁰⁸ E. Harkonen, *Regulating Equity Crowdfunding Service Providers - An Innovation-Oriented Approach to Alternative Financing*, "Nordic Journal of Commercial Law", No. 1/2018, s. 228.

²⁰⁹ Review of crowdfunding..., *op.cit.*, s. 608.

²¹⁰ Finansinspektionen Crowdfunding in Sweden..., *op.cit.*

przeprowadziła szereg warsztatów konsultacyjnych z udziałem państw członkowskich, organizacji branżowych i ich członków²¹¹. W grudniu 2014 r., lutym 2016 r. i listopadzie 2017 r. w ramach Grupy Ekspertów Europejskiej Komisji Papierów Wartościowych (ang. *Expert Group of the European Securities Committee, EGESC*) odbyły się również warsztaty regulacyjne z udziałem państw członkowskich Unii Europejskiej poświęcone finansowaniu społecznościowemu. Ekspersi uczestniczący w warsztatach zwrócili uwagę na kwestie o podstawowym znaczeniu dla wyeliminowania barier prawnych w zakresie crowdfundingu i promowania tej metody finansowania, takich jak: gromadzenie danych i wymiana informacji między państwami, ustanowienie wspólnej taksonomii, wspieranie działania na zasadzie jednolitego paszportu europejskiego oraz ujednolicenie wymogów informacyjnych emitentów. W 2015 r. Komisja Europejska utworzyła również Europejskie Forum Stron Zainteresowanych Finansowaniem Społecznościowym (ang. *European Crowdfunding Stakeholders Forum, ECSF*²¹²) jako grupę roboczą skupiającą ekspertów z zakresu crowdfundingu.

Wyniki wstępnych analiz wyżej opisanych podmiotów potwierdzały tezę przemawiającą za koniecznością ujednolicenia ram prawnych dla crowdfundingu w Unii Europejskiej. W 2017 r. Komisja Europejska przeprowadziła konsultacje publiczne zatytułowane „*Fintech: bardziej konkurencyjny i innowacyjny europejski sektor finansowy*”²¹³ obejmujące m.in. crowdfunding. W konsultacjach publicznych wzięło udział łącznie 226 podmiotów, w tym osób fizycznych, przedsiębiorców i uczestników rynku krajowych i europejskich organów nadzoru. Z podsumowania uwag wraz ze szczegółowym streszczeniem poszczególnych odpowiedzi udzielonych w ramach konsultacji publicznych²¹⁴ wynika, że respondenci na ogół byli zdania, że krajowe systemy regulacyjne w zakresie finansowania społecznościowego w Europie mają bezpośredni wpływ na rozwój unijnego sektora finansowania społecznościowego. Prawie

²¹¹ Zob. uzasadnienie do Wniosku Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) w sprawie europejskich dostawców usług w zakresie finansowania społecznościowego dla przedsiębiorstw (COM/2018/0113 final - 2018/048 (COD) <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/ALL/?uri=CELEX:52018PC0113> [dostęp: 16.03.2023 r.], dalej: „Projekt Rozporządzenia 2020/1503”.

²¹² <https://ec.europa.eu/transparency/expert-groups-register/screen/expert-groups/consult?do=groupDetail.groupDetail&groupID=3130> [dostęp: 08.10.2021 r.].

²¹³ https://ec.europa.eu/info/consultations/finance-2017-fintech_en [dostęp: 8.10.2021 r.].

²¹⁴ Zob. uzasadnienie do Projektu Rozporządzenia 2020/1503.

połowa uczestników konsultacji była zdania, że wewnętrzne przepisy poszczególnych państw członkowskich Unii Europejskiej utrudniają działalność transgraniczną w zakresie finansowania społecznościowego oraz że konieczna jest harmonizacja na poziomie całej Unii. Wyniki konsultacji stały się ostatecznym asumptem do rozpoczęcia prac nad przyjęciem jednolitych ram prawnych dla crowdfundingu w Unii Europejskiej. Dnia 8 marca 2018 r. opublikowano Projekt Rozporządzenia 2020/1503.

W dokumentach poświęconych ocenie skutków przyjęcia Projektu Rozporządzenia 2020/1503 podkreśla się, że podstawową motywacją rozpoczęcia prac nad wprowadzeniem zharmonizowanych przepisów dotyczących crowdfundingu była próba konsolidacji rynku w całej Unii Europejskiej. Postępująca fragmentacja wynikająca z odmiennego podejścia regulacyjnego w poszczególnych krajach członkowskich tworzyła dodatkową barierę dla jednolitego rynku usług i produktów finansowych oraz skutkowała niespójnym podejściem do zapewnienia ochrony inwestorów i ograniczania ryzyka finansowego²¹⁵. Nowa regulacja miała również na celu wspieranie świadczenia usług finansowania społecznościowego na szczeblu ponadnarodowym²¹⁶. Zapewnienie równych warunków działania między platformami crowdfundingowymi ustanowionymi w różnych państwach członkowskich miało umożliwiać skalowanie i transgraniczne prowadzenie działalności. Komisja Europejska zwróciła również uwagę, że rozwój pewnych obszarów gospodarki takich jak innowacyjne technologie nie jest powiązany z lokalizacją geograficzną, a inwestowanie w te obszary wyłącznie na rynku lokalnym nie ma wystarczająco silnego uzasadnienia. Ułatwienie inwestorom dostępu do produktów inwestycyjnych na zagranicznych rynkach może jednocześnie pozwolić im na lepszą dywersyfikację ryzyka²¹⁷. Innym problemem, który starano się rozwiązać dzięki przyjęciu Rozporządzenia 2020/1503 było zniwelowanie tzw. luki kapitałowej wśród małych i średnich przedsiębiorstw poprzez popularyzowanie alternatywnych form finansowania²¹⁸. Zauważono bowiem, że dostęp do źródeł finansowania spółek znajdujących się we wczesnej fazie rozwoju nadal jest niesatysfakcjonujący. Problemy w

²¹⁵ Dokument Roboczy Służb Komisji Europejskiej: Ocena wpływ regulacji, s. 29.
https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CONSIL:ST_7049_2018_ADD_2&from=EN
[dostęp: 31.03.2023 r.].

²¹⁶ Powyższą tezę potwierdza również brzmienie motywów 6-8 Rozporządzenia 2020/1503.

²¹⁷ Dokument Roboczy Służb..., op.cit., s. 29.

²¹⁸ Zob. motyw 3-4 Rozporządzenia 2020/1503.

pozyskaniu kapitału w znacznym stopniu przyczynia się do niepowodzeń przedsiębiorstw typu start-up i ogranicza konkurencyjność rynku unijnego. W uzasadnieniu Projektu Rozporządzenia 2020/1503 wyraźnie wskazano, że *„Finansowanie społecznościowe może stać się ważnym źródłem finansowania pozabankowego, a tym samym wspierać osiąganie nadrzędnych celów unii rynków kapitałowych, jakimi są wspieranie bardziej zrównoważonej integracji finansowej oraz inwestycji prywatnych na rzecz tworzenia miejsc pracy i wzrostu gospodarczego”*.

Podkreślić należy, że brzmienie projektowanego aktu prawnego znacząco ewoluowało w toku prac legislacyjnych. Najistotniejsza zmiana dotyczyła zakresu regulacji. Pierwotna wersja Rozporządzenia 2020/1503 zakładała objęcie zakresem zastosowania wyłącznie zbiorów o charakterze transgranicznym²¹⁹. Podejście zawężające zakres regulacji do międzynarodowego prowadzenia działalności stało się jednak przedmiotem ożywionej dyskusji w Parlamencie Europejskim i Radzie UE. Ostatecznie w wyniku osiągniętego porozumienia politycznego pod koniec 2019 r. zdecydowano, że jednolity, unijny system regulacyjny będzie miał zastosowanie również do usług finansowania społecznościowego świadczonych na poziomie krajowym, przy jednoczesnym zapewnieniu instrumentów wspierających działalność transgraniczną²²⁰.

Wybór formy rozporządzenia jako unijnego aktu prawnego stosowanego bezpośrednio we wszystkich krajach członkowskich Unii Europejskiej podyktowany był wolą uniknięcia tak zwanego arbitrażu regulacyjnego czyli zjawiska polegającego na identyfikowaniu różnic w poziomach restrykcyjności regulacyjnej w poszczególnych krajach oraz wyborze jurysdykcji dla rozpoczęcia lub prowadzenia działalności w kraju o niższym stopniu restrykcyjności²²¹. W materiałach legislacyjnych do Projektu

²¹⁹ Zgodnie z art. 2 ust. 2 pkt c Projektu Rozporządzenia 2020/1503, akt prawny nie miał zastosowania do „usług w zakresie finansowania społecznościowego świadczonych przez osoby fizyczne lub prawne zgodnie z prawem krajowym”.

²²⁰ Zob. Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego na podstawie art. 294 ust. 6 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej dotyczący stanowiska Rady w sprawie przyjęcia rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie europejskich dostawców usług w zakresie finansowania społecznościowego dla przedsiębiorstw oraz zmieniającego rozporządzenie (UE) 2017/1129 i dyrektywę (UE) 2019/1937 oraz przyjęcia dyrektywy zmieniającej dyrektywę 2014/65/UE w sprawie rynków instrumentów finansowych, 10052/20, s.2.
https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/PDF/?uri=CONSIL:ST_10052_2020_INIT&from=EN
[dostęp: 31.03.2023 r.].

²²¹ R. Kurek, *Arbitraż nadzorczy na rynku usług finansowych – identyfikacja zjawiska*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, 342/2014, s. 133.

Rozporządzenia 2020/1503²²² Komisja Europejska zauważyła również, że skoro zasadniczym celem nowego aktu prawnego jest zharmonizowanie wymogów dla platform finansowania społecznościowego chcących ubiegać się o odpowiednie zezwolenie w całej Unii, bezzasadne byłoby regulowanie tych kwestii na poziomie krajowym. W związku z tym rozporządzenie jest bardziej odpowiednim instrumentem niż dyrektywa.

Przepisy Rozporządzenia 2020/1503 koncentrują się na trzech kluczowych obszarach związanych z finansowaniem społecznościowym.

Po pierwsze, przepisy znacząco modyfikują znaczenie platform crowdfundingowych w procesie pozyskiwania kapitału przez przedsiębiorców. Od wejścia w życie Rozporządzenia 2020/1503 podmioty te zostały zaliczone do nowej kategorii nadzorowanych instytucji finansowych – dostawców usług finansowania społecznościowego, z czym wiąże się obowiązek dopełnienia szeregu wymogów prawnych i uzyskania stosownego zezwolenia na prowadzenie działalności w tym charakterze.

Po drugie, Rozporządzenie 2020/1503 kładzie szczególny nacisk na zapewnienie odpowiedniego poziomu ochrony inwestorów poprzez nałożenie na dostawców usług finansowania społecznościowego oraz przedsiębiorców poszukujących finansowania (zwanych właścicielami projektów) obowiązków mających na celu zapewnienie transparentności, bezstronności i bezpieczeństwa procesu finansowania społecznościowego. Zdecydowana większość tych obowiązków odzwierciedla funkcjonujące już na rynku kapitałowym mechanizmy ochrony klientów firm inwestycyjnych, jednak część z nich ma charakter bezprecedensowy i wyznacza nowe trendy w zakresie dbałości o interesy uczestników rynku.

Po trzecie, Rozporządzenie 2020/1503 stawia sobie za cel stymulowanie świadczenia usług finansowania społecznościowego w wymiarze transgranicznym, wprowadzając tzw. zasadę jednolitego paszportu, polegającą na tym, że dostawca usług finansowania społecznościowego posiadający zezwolenie na prowadzenie swojej działalności w jednym z krajów Unii Europejskiej, może również prowadzić taką działalność w

²²²Zob. sekcję „wybór instrumentu” <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=CELEX:52018PC0113> [dostęp: 31.03.2023 r.].

pozostałych krajach członkowskich, bez konieczności ubiegania się o odrębne zezwolenia w każdym z krajów²²³. Przepisy Rozporządzenia 2020/1503 wprowadzają jednolite zasady zarówno w zakresie udzielania zezwolenia, jak i faktycznego prowadzenia działalności, tak by uniknąć różnic pomiędzy konkretnymi jurysdykcjami i przeciwdziałać arbitrażowi regulacyjnemu.

3. Wnioski

Podsumowując rozważania dotyczące stanu rynku crowdfundingu inwestycyjnego w Unii Europejskiej przed przyjęciem Rozporządzenia 2020/1503 należy w pierwszej kolejności zwrócić uwagę, że cechował się on dużą fragmentarycznością. Mimo rosnącej popularności finansowania społecznościowego, tylko 10 z 27 państw członkowskich zdecydowało się na uchwalenie przepisów regulujących tę materię. Wstępna analiza rynku crowdfundingu inwestycyjnego we Włoszech, Francji, Finlandii, Hiszpanii, Polsce i Szwecji wskazuje, że wprowadzenie odpowiednich ram prawnych może stanowić istotny katalizator rozwoju tej metody finansowania dzięki zwiększeniu pewności prawa oraz poziomu ochrony inwestorów i innych uczestników rynku.

We Francji, po uchwaleniu Rozporządzenia 2014-559 całkowita wartość transakcji crowdfundingu inwestycyjnego wzrosła z 9,5 miliona euro do ponad 75 milionów euro²²⁴ w ciągu zaledwie 2 lat. Porównując rynek crowdfundingu w Finlandii z okresu przed przyjęciem regulacji oraz po jej wdrożeniu należy wskazać, że zwiększył się on ponad dwukrotnie od 2015 r. do 2016 r.²²⁵ Wartość całego rynku w 2017 r. wyniosła z kolei 246,7 milionów euro, wykazując imponujące 61% tempo wzrostu w porównaniu z poprzednim rokiem²²⁶. W Hiszpanii Ustawa FFE przyczyniła się do wzrostu rynku crowdfundingu inwestycyjnego z 5,6 milionów euro do ponad 10 milionów euro²²⁷.

²²³ J. Bąk, A. Stepanów, *Europejskie prawo finansowe*, Warszawa 2013, s. XXVIII.

²²⁴ A. Cicchiello, M.C. Pietronudo, D. Leonele, A. Caporuscio, *Entrepreneurial dynamics and...*, *op.cit.*, s. 237.

²²⁵ <https://vm.fi/en/-/joukkorahoituksen-suosio-kasvaa-nopeasti> [dostęp: 31.03. 2023 r.].

²²⁶ I. Harju, A. Kallio, *Crowdfunding Act: Accelerating...*, *op.cit.*, s. 331.

²²⁷ A. Cicchiello, M.C. Pietronudo, D. Leonele, A. Caporuscio, *Entrepreneurial dynamics and...*, *op.cit.*, s. 237.

Rzecz jasna, wprowadzenie ram prawnych nie stanowiło bynajmniej jedynej przyczyny rozwoju crowdfundingu inwestycyjnego w tych krajach, dynamiczny wzrost zauważalny był bowiem w całym sektorze alternatywnych finansów²²⁸ jednak z całą pewnością odegrało istotną rolę w tym procesie.

Z drugiej strony, zbyt restrykcyjne i kazuistyczne przepisy mogą prowadzić do zahamowania tempa ekspansji innowacji w danym kraju, czego dowodzi przykład Włoch i doświadczenia wynikające z przyjęcia Rozporządzenia CONSOB. Pierwotne brzmienie tego aktu prawnego doprowadziło do osiągnięcia skutku odwrotnego od zamierzonego tj. do istotnego ograniczenia rozwoju rynku crowdfundingu inwestycyjnego w porównaniu do innych krajów, ponieważ przedsiębiorcy prowadzący działalność objętą zakresem jego zastosowania nie byli w stanie sprostać surowym wymogom jakie akt ten przewidywał. Można wysunąć z tego wniosek, że wspieranie małych i średnich przedsiębiorstw w pozyskiwaniu kapitału za pomocą crowdfundingu, przy jednoczesnym zagwarantowaniu bezpieczeństwa obrotu wymaga przyjęcia legislacji, która w sposób należyty uwzględnia specyfikę danego zjawiska. W konsekwencji za potwierdzoną należy uznać hipotezę, że kluczowym determinantem rozwoju rynku crowdfundingu inwestycyjnego jest przyjęcie optymalnego modelu regulacji, który zachowuje odpowiednią proporcję pomiędzy stymulowaniem konkurencyjności rynku a ochroną interesu publicznego.

Nie ma przy tym sporu, że brak jakiejkolwiek legislacji nie służy rozwojowi rynku. Wątpliwości co do zakresu zastosowania określonych aktów prawnych do procesu finansowania społecznościowego, jak również brak jasnych zasad w zakresie prowadzenia działalności crowdfundingowej kreuje niepewność regulacyjną, która negatywnie oddziałuje na wszystkich uczestników rynku – inwestorów, przedsiębiorców poszukujących finansowania oraz operatorów platform crowdfundingowych, a w konsekwencji istotnie ogranicza inwestycje²²⁹. Należy jednocześnie podkreślić, że zahamowanie rozwoju rynku nie jest jedyną negatywną konsekwencją braku przepisów regulujących crowdfunding inwestycyjny. Istotnym problem na tym tle jest również niewystarczający poziom ochrony inwestorów lokujących swój kapitał w projekty

²²⁸ <https://www.statista.com/statistics/412255/europe-market-size-alternative-finance/> [dostęp: 15.03.2023 r.].

²²⁹ A. Cicchiello, *Harmonizing the crowdfunding...*, op.cit., s. 592.

finansowane za pośrednictwem platform crowdfundingowych. W Polsce, brak jednolitych zasad przeprowadzania kampanii crowdfundingowych powodował, że dwie kampanie crowdfundingowe przeprowadzane na tej samej platformie mogły podlegać zupełnie innym reżimom prawnym – w zależności od tego, czy ich przedmiotem były akcje czy udziały. Prowadziło to do dysproporcji w standardzie ochrony przyznanej inwestorom. Powyższe potwierdza hipotezę, że brak przepisów, które w sposób kompleksowy i proporcjonalny regulowałyby finansowanie społecznościowe w Polsce znacząco utrudniał rozwój rynku crowdfundingu inwestycyjnego oraz prowadził do obniżenia ochrony praw inwestorów

W Szwecji, niejasności co możliwości korzystania przez prywatne spółki z ograniczoną odpowiedzialnością z finansowania za pośrednictwem platform crowdfundingowych poddawały w wątpliwość legalność i skuteczność takich zbiórek. Zasadność wprowadzenia odpowiednich ram prawnych potwierdza również fakt podejmowania przez uczestników rynku różnego rodzaju inicjatyw oddolnych mających na celu ujednolicenie praktyk zakresie świadczenia usług finansowania np. opracowanie Zasad Dobrych Praktyk Operatorów Platform Crowdfundingowych²³⁰ w Polsce czy Kodeksu Dobrych Praktyk we Francji²³¹.

Warto jednocześnie zwrócić również uwagę, że uchwalenie w danym kraju adekwatnych przepisów regulujących crowdfunding nie eliminuje w pełni wszystkich problemów związanych z upowszechnieniem tej metody finansowania. W analizach European Crowdfunding Network poświęconych wpływowi wewnętrznych regulacji na rynek crowdfundingu wskazuje się, że przyjęcie krajowych przepisów umożliwia rozwój wewnętrznych rynków, a także upowszechnienie podstawowych standardów w zakresie zawodowej staranności. Różnice w poszczególnych porządkach prawnych nadal stanowią jednak istotną przeszkodę w transgranicznej alokacji kapitału i utrudniają dostęp do finansowania małym i średnim przedsiębiorstwom²³². Tezę tę potwierdziły również przeprowadzane od 2014 r. z inicjatywy Komisji Europejskiej warsztaty

²³⁰ Zob. <https://zpf.pl/platformy-crowdfundingowe-z-zasadami-dobrych-praktyk/> [dostęp: 31.03.2023 r.]

²³¹ A. Cicchiello, M.C. Pietronudo, D. Leonele, A. Caporuscio, *Entrepreneurial dynamics and...*, *op.cit.*, s.246.

²³² Review of crowdfunding..., *op. cit.*, s.22; A. Cicchiello, *Harmonizing the crowdfunding...*, *op.cit.*, s. 612.

konsultacyjne z udziałem państw członkowskich, organizacji branżowych i ich członków. Nie dziwi zatem, że próba konsolidacji rynku crowdfundingu w całej Unii Europejskiej była jednym z podstawowych motywów przemawiających za rozpoczęciem prac na Rozporządzeniem 2020/1503. Przyjęcie tego aktu prawnego wprowadziło szereg rewolucyjnych zmian w obszarze finansowania społecznościowego. Jego główne założenia dotyczą przede wszystkim określenia ram nadzoru i warunków wykonywania działalności przez dostawców usług finansowania społecznościowego, zapewnienia odpowiedniego poziomu ochrony inwestorów oraz stymulowania rozwoju rynku crowdfundingu w wymiarze transgranicznym, dzięki wprowadzeniu tzw. zasady jednolitego paszportu.

Rozdział III Model regulacji crowdfundingu inwestycyjnego w Rozporządzeniu 2020/1503

1. Czynniki determinujące model regulacji crowdfundingu inwestycyjnego

Każda działalność na rynku kapitałowym nastawiona na pomnażanie środków pieniężnych generuje istotne ryzyko dla inwestorów i może wywierać wpływ na stabilność całego sektora finansowego²³³. W celu zmitigowania tych ryzyk, państwa zainteresowane są wprowadzeniem odpowiednich ram regulacyjnych, wyznaczających warunki prowadzenia określonej działalności oraz objęciem jej nadzorem właściwych organów. Wprowadzane regulacje muszą jednak nie tylko minimalizować zagrożenia związane ze świadczeniem określonych usług, ale także stymulować podejmowanie przez przedsiębiorców innowacyjnych, pionierskich przedsięwzięć w sferze gospodarki podlegającej regulacji²³⁴. Osiągnięcie obu powyższych założeń możliwe jest dzięki przyjęciu optymalnego modelu regulacji określonej formy działalności, który zachowuje odpowiednią proporcję pomiędzy stymulowaniem rozwoju i konkurencyjności rynku a ochroną interesu publicznego, rozumianą jako ochrona inwestorów czy ochrona stabilności systemu finansowego²³⁵. Zbyt restrykcyjne wymogi regulacyjne nałożone na podmioty zamierzające wykonywać określoną działalność gospodarczą mogą nie tylko doprowadzić do zahamowania rozwoju rynku, ale także skłaniać część przedsiębiorców do podejmowania prób obchodzenia przepisów prawa czy przeniesienia aktywności do tzw. szarej strefy pozostającej poza nadzorem państwa. Z drugiej strony, nadmiernie liberalne podejście może nie gwarantować właściwego zabezpieczenia interesów

²³³ S. Aramanote, F. Avalos, *The rising influence of retail investors*, „BIS Quarterly Review” 3/2021 https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2103v.htm [dostęp: 31.03.2023 r.].

²³⁴ P. Zilgavis, *The Need for an Innovation Principle in Regulatory Impact Assessment: The Case of Finance and Innovation in Europe*, „Policy and Internet” 6/2014, p. 377.

²³⁵ M. Marcinkowska, P. Wdowinski, S. Flejterski, S. Bukowski, M. Zygierewicz, *Wpływ regulacji sektora bankowego na wzrost gospodarczy – wnioski dla Polski*, Narodowy Bank Polski Materiały i Studia nr 305/2014, s. 12. https://www.nbp.pl/publikacje/materiały_i_studia/ms305.pdf [dostęp: 31.03.2023 r.]; P. Widawski, *Aspekty prawne świadczenia usług płatniczych*, Rozprawa doktorska, Uniwersytet Warszawski 2014, Repozytorium Uniwersytetu Warszawskiego, s. 157 i n.

uczestników rynku. Dobór odpowiedniego modelu regulacji jest zatem kwestią o znaczeniu fundamentalnym, mającym istotne skutki praktyczne.

Decyzja w sprawie przyjęcia modelu regulacji określonej sfery działalności powinna uwzględniać szereg czynników. Do najważniejszych z nich zaliczyć można:

- a) zakres przedmiotowy regulacji, rozumiany jako określenie katalogu czynności, których podejmowanie podlega zastosowaniu właściwych przepisów prawnych;
- b) zakres podmiotowy regulacji, rozumiany jako określenie katalogu podmiotów, które mogą wykonywać te czynności w ramach swojej działalności gospodarczej;
- c) ramy nadzoru nad wykonywaniem tej działalności;
- d) stopień ingerencji w relacje między podmiotem wykonującym działalność a klientem;
- e) zasady odpowiedzialności²³⁶.

Określenie właściwego modelu regulacyjnego crowdfundingu inwestycyjnego nie jest zadaniem łatwym biorąc pod uwagę specyfikę tych usług. Fakt, że działalność operatorów platform crowdfundingu inwestycyjnego, która swoją istotą zbliża się do działalności firm inwestycyjnych - a więc podmiotów podlegających ścisłemu nadzorowi ESMA oraz krajowych organów nadzoru finansowego – przemawia za regulacją tego rynku. Z drugiej jednak strony nie jest zasadne analogiczne stosowanie reżimu prawnego przewidzianego dla firm inwestycyjnych do operatorów platform crowdfundingowych, bowiem katalog ryzyk na jakie narażona jest działalność tych podmiotów nie jest zupełnie tożsama. W szczególności podkreślić należy, że z uwagi na brak przyjmowania środków pieniężnych klientów, operatorzy platform crowdfundingowych nie są narażeni na ryzyko kredytowe względem inwestorów. To z kolei uzasadnia określenie mniej rygorystycznych warunków prowadzenia działalności dla tej kategorii podmiotów. Odpowiednie wyważenie czynników warunkujących rozwój innowacyjności i konkurencyjności rynku UE jak również zapewniających efektywną ochronę

²³⁶ P. Widawski, *Aspekty prawne świadczenia...*, *op.cit.*, s. 158.

uczestników tego rynku i jego stabilność jest kluczowe dla zaprojektowania optymalnego modelu regulacyjnego crowdfundingu inwestycyjnego.

W niniejszym rozdziale dokonano analizy modelu regulacji crowdfundingu inwestycyjnego przyjętego w Rozporządzeniu 2020/1503, w szczególności pod kątem ustalenia czy spełnia on kryterium proporcjonalności, zachowując równowagę między interesem inwestorów a interesem operatorów platform finansowania społecznościowego.

1.1. Usługa finansowania społecznościowego na gruncie Rozporządzenia 2020/1503

Rozporządzenie 2020/1503 określa jednolite wymogi dotyczące świadczenia usług finansowania społecznościowego, organizacji dostawców usług finansowania społecznościowego, udzielania im zezwoleń oraz nadzoru nad nimi, na terytorium całej Unii Europejskiej. Akt ten zastępuje istniejące przepisy krajowe w zakresie crowdfundingu lub wprowadza zupełnie nowy reżim prawny, w krajach w których finansowanie społecznościowe nie było dotychczas regulowane.

Podkreślenia wymaga, że Rozporządzenie 2020/1503 nie obejmuje swoim zakresem wszystkich typów crowdfundingu. Zgodnie z art. 2 ust. 1 lit a przez usługę finansowania społecznościowego należy rozumieć „*ułatwianie udzielania pożyczek*” oraz „*subemisję bez gwarancji przejęcia emisji, o której mowa w sekcji A pkt 7 załącznika I do Dyrektywy 2014/65/UE, w odniesieniu do zbywalnych papierów wartościowych i instrumentów dopuszczonych na potrzeby finansowania społecznościowego, wystawionych przez właścicieli projektów lub spółkę celową, oraz przyjmowanie i przekazywanie zleceń klientów, o którym mowa w pkt 1 tej sekcji, w odniesieniu do tych zbywalnych papierów wartościowych i instrumentów dopuszczonych na potrzeby finansowania społecznościowego*”. Innymi słowy, stosując typologię określoną w Rozdziale I punkcie 1.2. niniejszej rozprawy można wskazać, że Rozporządzenie 2020/1503 wprowadza ramy prawne dla crowdfundingu w modelu pożyczkowym oraz

inwestycyjnym²³⁷. Znamienne jest, że crowdfunding inwestycyjny na gruncie Rozporządzenia 2020/1503²³⁸ traktowany jest szeroko, bowiem ekwiwalentem wpłat inwestorów mogą być dwie kategorie instrumentów: zbywalne papiery wartościowe oraz instrumenty dopuszczone na potrzeby finansowania społecznościowego²³⁹.

Przez zbywalne papiery wartościowe należy rozumieć nie tylko papiery wartościowe o charakterze udziałowym (akcje) lecz cały zbiór instrumentów wskazany w art. 4 ust. 1 pkt 44 dyrektywy 2014/65/UE, do którego zaliczamy: akcje spółek oraz inne papiery wartościowe równoważne akcjom spółek kapitałowych, spółek osobowych lub innych podmiotów, a także kwity depozytowe dotyczące akcji, obligacje i inne formy sekurytyzowanych wierzytelności, w tym kwity depozytowe dotyczące takich papierów wartościowych; wszelkie inne papiery wartościowe dające prawo nabycia lub zbycia jakichkolwiek zbywalnych papierów wartościowych lub powodujące rozliczenie w środkach pieniężnych określone w odniesieniu do zbywalnych papierów wartościowych, walut, stóp procentowych lub stóp zwrotu, towarów i innych wskaźników lub mierników. Z kolei „instrumenty dopuszczone na potrzeby finansowania społecznościowego” w

²³⁷ Usługa finansowania społecznościowego określona w art. 2 ust. 1 lit a pkt (i) Rozporządzenia 2020/1503 („ułatwianie udzielania pożyczek”) nie jest przedmiotem analizy w niniejszej rozprawie.

²³⁸ Samo Rozporządzenie 2020/1503 nie definiuje konkretnych modeli crowdfundingu objętych zakresem jego zastosowania ani nie posługuje się wprost pojęciami takimi jak „crowdfunding pożyczkowy” lub „crowdfunding inwestycyjny”. W motywie 13 do Rozporządzenia 2020/1503 pojawia się natomiast określenie „inwestycyjny model finansowania społecznościowego”. W celu uniknięcia wątpliwości, ilekroć w niniejszym rozdziale będzie mowa o crowdfundingu inwestycyjnym należy przez to rozumieć usługę finansowania społecznościowego określoną w art. 2 ust. 1 lit a pkt (ii) Rozporządzenia 2020/1503.

²³⁹ Na marginesie warto również zaznaczyć, że z zakresu Rozporządzenia 2020/1503 zostały wyłączone tzw. oferty publiczne kryptoaktywów (ang. *Initial Coin Offering*), które również zalicza się do szeroko rozumianego pojęcia crowdfunding (zob. G. Fridgen, F. Regner, A. Schweizer, N. Urbach, *Don't slip on the initial coin offering (ICO): a taxonomy for a blockchain-enabled form of crowdfunding*, w „Twenty-Sixth European Conference on Information Systems (ECIS 2018)”, Portsmouth, Wielka Brytania; A. Panin, K. Kemell, V. Hara, *Initial coin offering (ICO) as a fundraising strategy: a multiple case study on success factors* [w:] S. Hyrynsalmi, M. Suoranta, A. Nguyen-Duc, P. Tyrväinen, P. Abrahamsson (red.) ICSOB 2019, LNBIP, vol. 370, Jyväskylä 2019, s. 237–251. W motywie 15 do Rozporządzenia 2020/1503 wskazano bowiem, że ta metoda pozyskiwania kapitału - choć ma potencjał wypełnić lukę w finansowaniu małych i średnich przedsiębiorstw – swoją istotą różni się od crowdfundingu. Takim wnioskom trudno odmówić słuszności. Oferta publiczna tokenów to rodzaj finansowania polegający na oferowaniu osobom trzecim, za pośrednictwem Internetu, możliwości odpłatnego nabycia kryptoaktywów, rozumianych jako cyfrowe odzwierciedlenia wartości lub praw, które można przenosić i przechowywać w formie elektronicznej z wykorzystaniem technologii rozproszonego rejestru lub podobnej technologii (zob. definicje wskazane art 3 ust. 1 pkt 2 i 7 wniosku Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie rynków kryptoaktywów i zmieniającego Dyrektywę (UE) 2019/1937 COM/2020/593 final). Kluczowym elementem oferty publicznej tokenów jest więc wykorzystanie technologii rozproszonego rejestru lub podobnej technologii, która niekoniecznie występować musi w przypadku crowdfundingu inwestycyjnego czy crowdfundingu pożyczkowego.

myśl art. 2 ust. 1 lit. n Rozporządzenia 2020/1503 oznaczają, w odniesieniu do każdego państwa członkowskiego, udziały spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, które nie podlegają ograniczeniom mogącym skutecznie uniemożliwić ich zbycie, w tym ograniczeniom w sposobie, w jaki udziały te są oferowane lub reklamowane publicznie. Prawodawca unijny w motywie 10 do Rozporządzenia 2020/1503 zwrócił uwagę, że zbywalność określonego instrumentu jest jednym ze środków ochrony przyznanej inwestorom, umożliwiającym im wyjście z inwestycji. Tym samym, jeśli udziały spółek z ograniczoną odpowiedzialnością są swobodnie zbywalne na rynku kapitałowym danego kraju, powinny być objęte zakresem stosowania Rozporządzenia 2020/1503. Podkreślono jednocześnie, że aktywa te podlegają w niektórych państwach członkowskich szczególnym ograniczeniom, na przykład wymogowi, zgodnie z którym zbycie musi zostać poświadczane notarialnie. W konsekwencji, Rozporządzenie 2020/1503 powinno być stosowane bez uszczerbku dla prawa krajowego regulującego zbywanie takich aktywów. Powyższe oznacza, że Rozporządzenie 2020/1503 nie ingeruje w kwestię dotyczącą zbywalności takich aktywów, pozostawiając ją do decyzji poszczególnych krajów członkowskich²⁴⁰.

Przez subemisję bez gwarancji przejęcia emisji, o której mowa w sekcji A pkt 7 załącznika I do Dyrektywy 2014/65/UE, należy rozumieć podejmowanie przez dostawcę usług finansowania społecznościowego tzw. działalności „sprzedażowej” w zakresie zbywalnych papierów wartościowych oraz instrumentów dopuszczonych na potrzeby finansowania społecznościowego, wystawionych przez właścicieli projektów lub ich spółkę celową, bez obowiązku zakupu przez dostawcę usług finansowania społecznościowego tych papierów wartościowych lub instrumentów, które nie zostały objęte²⁴¹. Innymi słowy, w ramach tej usługi dostawca usług finansowania społecznościowego zobowiązuje się do podejmowania na rzecz właściciela projektu lub jego spółki celowej czynności prowadzących do nabycia przez inne podmioty

²⁴⁰ Kraje Unii Europejskiej, w której istnieją ograniczenia w zbywalności udziałów w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością to m.in. Szwecja i Polska.

²⁴¹ EBA, Report on Investment Firms, Response to the Commission's Call for Advice of December 2014, EBA/Op/2015/20, s. 19. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/eba-op-2015-20_report_on_investment_firms.pdf [dostęp: 31.03.2023 r.]

wyemitowanych lub ustanowionych przez nich zbywalnych papierów wartościowych oraz instrumentów dopuszczonych na potrzeby finansowania społecznościowego.

Z zakresu zastosowania Rozporządzenia 2020/1503 zostały wyłączone projekty, w których podmiotami pozyskującymi finansowanie (określonymi zgodnie z art. 2 ust. 1 lit. h Rozporządzenia 2020/1503 „właścicielami projektów”) są konsumenci w rozumieniu 3 lit. a) dyrektywy 2008/48/WE²⁴². Powyższe wyłączenie zostało podyktowane celami, jakie ma realizować ustanowienie jednolitego reżimu prawnego dla finansowania społecznościowego w Unii Europejskiej. Jednym z głównych motywów przyjęcia Rozporządzenia 2020/1503 było usunięcie przeszkód w dostępie do finansowania start-upom oraz małym i średnim przedsiębiorstwom. Wyjaśnić jednocześnie należy, że właścicielem projektu może być nie tylko osoba prawna, ale również osoba fizyczna pod warunkiem, że działa ona w celach związanych ze swoją działalnością handlową, gospodarczą lub zawodową²⁴³, oraz przy założeniu, że zgodnie z mającym zastosowanie prawem krajowym może być emitentem papierów wartościowych²⁴⁴. Biorąc jednak pod uwagę specyfikę crowdfundingu inwestycyjnego wskazać należy, że w praktyce właścicielami projektów będą przede wszystkim osoby prawne lub jednostki organizacyjne nieposiadające osobowości prawnej, którym przyznaje się zdolność prawną.

Rozporządzenie 2020/1503 nie reguluje również ofert finansowania społecznościowego o wartości przekraczającej 5 000 000 EUR, obliczanej w okresie 12 miesięcy, stanowiących sumę:

²⁴² Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2008/48/WE z dnia 23 kwietnia 2008 r. w sprawie umów o kredyt konsumencki oraz uchylająca dyrektywę Rady 87/102/EWG, (Dz. U. L. 133 z 22.5.2008).

²⁴³ *A contrario* art. 3 lit. a) Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2008/48/WE z dnia 23 kwietnia 2008 r. w sprawie umów o kredyt konsumencki oraz uchylająca dyrektywę Rady 87/102/EWG, (Dz. U. L. 133 z 22.5.2008, s. 66).

²⁴⁴ Przepisy unijne nie wyłączają *expressis verbis* z definicji emitenta papierów wartościowych osób fizycznych, pozostawiając tę kwestię do rozstrzygnięcia poszczególnym krajom członkowskim. Zgodnie bowiem z art. 2 pkt h) Rozporządzenia 2017/1129 pojęcie „emitent” oznacza podmiot prawny, który emituje lub zamierza emitować papiery wartościowe. W praktyce zdarzają się przypadki, w których przepisy państw członkowskich UE dopuszczają możliwości emitowania papierów wartościowych przez osoby fizyczne. Przykładem może być słowacka ustawa o giełdzie papierów wartościowych (429/2002 Coll, <https://nbs.sk/en/dohlad-nad-financnym-trhom/legislative/legislative/detail-dokumentu/act-no-566-2001-coll-on-securities-and-investment-services-securities-act/> [dostęp: 11.11.2022 r.] Zob. więcej na ten temat: <https://www.nbs.sk/en/financial-market-supervision/supervision/securities-market/issuers-of-securities-basic-information> [dostęp: 31.03.2023 r.].

- a) łącznej wartości ofert zbywalnych papierów wartościowych i instrumentów dopuszczonych na potrzeby finansowania społecznościowego zdefiniowanych w art. 2 ust. 1 lit. m) i n) rozporządzenia oraz kwot pozyskanych w drodze pożyczek za pośrednictwem platformy finansowania społecznościowego przez konkretnego właściciela projektu; oraz
- b) łącznej wartości ofert publicznych zbywalnych papierów wartościowych złożonych przez właściciela projektu, o którym mowa w ppkt (i) art. 1 ust. 2 lit. c) jako oferującego na podstawie wyłączenia na podstawie art. 1 ust. 3 lub art. 3 ust. 2 rozporządzenia 2017/1129.

Powyższy próg został skorelowany z progiem stosowanym przez większość państw członkowskich na potrzeby zwolnienia publicznych ofert papierów wartościowych z obowiązku publikacji prospektu zgodnie z Rozporządzeniem 2017/1129²⁴⁵. W art. 46 Rozporządzenia 2020/1503 dokonano jednocześnie nowelizacji Rozporządzenia 2017/1129, dodając dodatkowe wyłączenie od obowiązku sporządzenia prospektu tj. w przypadku, gdy oferta finansowania społecznościowego nie przekracza wartości 5 000 000 EUR, obliczanej w okresie 12 miesięcy zgodnie z zasadami wskazanymi w punkcie a i b powyżej. Warto wyjaśnić, że uwzględniając konieczność dostosowania prawa krajowego do powyższego progu, prawodawca unijny umożliwił państwom członkowskim skorzystanie z tak zwanego okresu przejściowego tj. tymczasowego ustanowienia progu wartości ofert finansowania społecznościowego na poziomie niższym niż 5 000 000 euro. Zgodnie z art. 49 Rozporządzenia 2020/1503 okres przejściowy może być zastosowany, gdy w danym państwie członkowskim próg łącznej wartości, powyżej którego należy publikować prospekt zgodnie z Rozporządzeniem 2017/1129, wynosi poniżej 5 000 000 EUR. W takiej sytuacji Rozporządzenie 2020/1503 ma zastosowanie w tym państwie członkowskim jedynie do tych ofert finansowania społecznościowego, których łączna wartość nie przekracza tego progu.

²⁴⁵ Maksymalna ofert finansowania społecznościowego objęta zakresem zastosowania Rozporządzenia 2020/1503 była kwestią sporną w toku prac legislacyjnych nad projektem. Początkowo, próg ten był ustanowiony na poziomie 1 000 000 euro. Zob. motyw 12 do Projektu Rozporządzenia 2020/1503.

1.2.Dostawca usług finansowania społecznościowego jako podmiot rynku finansowego

Jednym z kluczowych elementów określających model regulacji prawnej danej kategorii usług jest – obok samego ich zdefiniowania - również wyznaczenie katalogu podmiotów, które mogą świadczyć te usługi w ramach swojej działalności gospodarczej oraz warunków ich świadczenia. Ingerencja państwa w tę sferę może następować z różną intensywnością. Prawodawca ma w tej kwestii zasadniczo trzy możliwości. Po pierwsze, może przesądzić, że dana usługa może być wykonywana przez dowolny podmiot, bez żadnych ograniczeń (tzw. wolna działalność). Po drugie, może uzależnić możliwość podjęcia określonej działalności od spełnienia warunków o charakterze szczególnym (tj. innych od warunków które odnoszą się do każdego przedsiębiorcy) i uzyskania wpisu do odpowiedniego rejestru (tzw. działalność regulowana). I wreszcie, nie tylko uzależnić podjęcie danej działalności od spełnienia warunków o charakterze szczególnym, ale również od uprzedniego wydania konstytutywnego aktu (zgody) właściwego organu administracji (tzw. działalność reglamentowana²⁴⁶). Warunki szczególne determinujące możliwość prowadzenia określonej działalności mają zagwarantować prawidłowe funkcjonowanie rynku tj. nie tylko zapewnić żeby świadczone usługi (lub produkowane towary) cechowały się wysoką jakością, ale także, aby jej prowadzenie nie zagrażało istotnym interesom innych uczestników rynku.

Przed przyjęciem Rozporządzenie 2020/1503 przepisy na poziomie unijnym i w większości krajów członkowskich nie przewidywały żadnych ograniczeń w zakresie podmiotów uprawnionych do świadczenia usług finansowania społecznościowego. Wraz z przyjęciem nowych przepisów, model regulacji prawnej przeszedł jednak istotną ewolucję z kierunku liberalnego do restrykcyjnego. Rozporządzenie 2020/1503 przesądza bowiem, że usługi finansowania społecznościowego mogą być świadczone wyłącznie przez osoby prawne, które mają siedzibę w Unii Europejskiej i które uzyskały zezwolenie na prowadzenie działalności jako dostawcy usług finansowania

²⁴⁶ Por. np. K. Kohutek, *Zasady podejmowania działalności regulowanej*, „Przegląd Prawa Handlowego”, 6/2005, s. 35.

społecznościowego przez właściwy organ państwa członkowskiego²⁴⁷. Prawodawca zdecydował się zatem na najwyższy poziom reglamentacji. Wskazać jednak należy, że wraz z nałożeniem na te podmioty obowiązku uzyskania stosownego zezwolenia krajowego organu nadzoru, zmienił się charakter i zakres podejmowanych przez nie czynności. Przed rozpoczęciem obowiązywania Rozporządzenia 2020/1503 rola platform crowdfundingowych miała charakter bierny i sprowadzała się przede wszystkim do udostępnienia odpowiedniej infrastruktury technicznej, niezbędnej do przeprowadzenia zbiórki, jak również do podejmowania działań marketingowych w zakresie kampanii. Ograniczony zakres działalności platform crowdfundingu inwestycyjnego uwarunkowany był podejmowaniem czynności mających ścisły związek z obrotem instrumentami finansowymi, które w pewnych okolicznościach mogły wypełniać przesłanki działalności inwestycyjnej, określonej w sekcji A, załącznika I do Dyrektywy 2014/65/UE, do świadczenia których uprawnione były wyłącznie podmioty posiadające stosowne zezwolenie. W celu wyeliminowania wątpliwości prawnych jakie pojawiały się na tym tle, wraz z Rozporządzeniem 2020/1503 uchwalono nowelizację zakładającą wyłączenie z zakresu zastosowania Dyrektywy 2014/65/UE dostawców usług finansowania społecznościowego zdefiniowanych w art. 2 ust. 1 lit. e) Rozporządzenia 2020/1503²⁴⁸. Oznacza to, że świadczenie przez dostawcę usług finansowania społecznościowego usługi subemisji bez gwarancji przejęcia emisji, o której mowa w sekcji A pkt 7 załącznika I do Dyrektywy 2014/65/UE, nie stanowi usługi inwestycyjnej i nie wymaga uzyskania odrębnego zezwolenia²⁴⁹. Podmioty prowadzące

²⁴⁷Decyzja co do wyboru organu lub organów właściwych w sprawach wydawania zezwoleń na prowadzenie działalności w charakterze dostawcy usług finansowania społecznościowego pozostawiona jest w gestii państw członkowskich. Zgodnie art. 30 Rozporządzenia 2020/1503 obowiązkiem każdego państwa członkowskiego jest jednak zapewnienie w przepisach krajowych, aby organy te posiadały co najmniej wymienione w tym artykule uprawnienia w zakresie prowadzenia postępowań wyjaśniających oraz uprawnienia nadzorcze. Zob. więcej pkt 2 niniejszego rozdziału.

²⁴⁸ Zob. art. 2 ust. 1 pkt p Dyrektywy 2014/65/UE.

²⁴⁹ Warto jednak zwrócić uwagę, że w przypadku gdy dostawca usług finansowania społecznościowego zamierza świadczyć inną usługę inwestycyjną, wskazaną w sekcji A pkt 7 załącznika I do Dyrektywy 2014/65/UE, będzie zobligowany do uzyskania stosownego zezwolenia zgodnie z mającym zastosowanie prawem krajowym. Podobnie należy również pamiętać, że zezwolenie na świadczenie usług finansowania społecznościowego nie jest tożsame z zezwoleniem na świadczenie usług płatniczych. W przypadku gdy dostawca usług finansowania społecznościowego świadczy takie usługi płatnicze w związku ze swoimi usługami finansowania społecznościowego, musi on być również posiadać status dostawcy usług płatniczych, zgodnie z Dyrektywą Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2015/2366 z dnia 25 listopada

platformy crowdfundingowe uzyskały nowe kompetencje (i związane z nimi obowiązki), a ich rola przestała ograniczać się wyłącznie do biernego udostępniania przestrzeni, w ramach której przedsiębiorcy mogli przeprowadzać zbiórki finansowania społecznościowego. Na gruncie Rozporządzenia 2020/1503 dostawca usług finansowania społecznościowego jest podmiotem zapewniającym utrzymanie wysokiego standardu ochrony inwestorów i ich sprawiedliwego traktowania, ograniczenie ryzyk związanych z finansowaniem społecznościowym²⁵⁰. Ogólna zasada wyartykułowana w art. 3 ust. 2 Rozporządzenia 2020/1503, zgodnie z którą dostawcy usług finansowania społecznościowego zostali zobowiązani do działania uczciwie, rzetelnie i profesjonalnie, zgodnie z najlepiej pojętym interesem swoich klientów została przez prawodawcę unijnego doprecyzowana w szczegółowych normach ostrożnościowych nakładających na dostawców usług finansowania społecznościowego obowiązki w zakresie struktury organizacyjnej i wymogów kapitałowych, zarządzania konfliktami interesów, stosowania należytej staranności względem właścicieli projektów oraz obiektywnej oceny projektów oraz przebiegu procesów i procedur.

1.3.Obowiązek skutecznego i ostrożnego zarządzania

Przepisy Rozporządzenia 2020/1503 kładą szczególny nacisk na zapewnienie przez dostawców usług finansowania społecznościowego skutecznego i ostrożnego zarządzania²⁵¹. Powyższe powinno być osiągnięte przez ustanowienie odpowiednich procedur wewnętrznych oraz zagwarantowanie prawidłowego przebiegu określonych procesów w praktyce.

Dostawcy usług finansowania społecznościowego zostali zobowiązani do stałego dysponowania ostrożnościowymi środkami ochrony czyli odpowiedniego poziom aktywów umożliwiającego pokrycie ewentualnych strat w działalności powstałych m.in. na skutek zakłóceń działalności gospodarczej, awarii systemów lub zarządzania

2015 r. w sprawie usług płatniczych w ramach rynku wewnętrznego, zmieniająca dyrektywy 2002/65/WE, 2009/110/WE, 2013/36/UE i rozporządzenie (UE) nr 1093/2010 oraz uchylająca dyrektywę 2007/64/WE *OJ L* 337, 23.12.2015, p. 35–127).

²⁵⁰ Zob. motyw 18 do Rozporządzenia 2020/1503.

²⁵¹ Art. 4 ust. 1 Rozporządzenia 2020/1503.

procesami, utraty dokumentów, błędów lub zaniechań w dopełnianiu obowiązków prawnych²⁵². W przypadku crowdfundingu inwestycyjnego wysokość ostrożnościowych środków ochrony zgodnie z art. 11 ust. 1 Rozporządzenia 2020/1503 powinna wynosić co najmniej równowartość 25 000 euro albo kwotę odpowiadającą jednej czwartej stałych kosztów pośrednich w poprzednim roku, podlegającej corocznemu przeglądowi, – w zależności od tego, która z tych kwot jest wyższa. Ostrożnościowe środki ochrony mogą przybrać formę:

- a) środków własnych, składających się z pozycji kapitału podstawowego Tier I, o których mowa w art. 26–30 rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013²⁵³, po odliczeniach w całości, na podstawie art. 36 tego rozporządzenia, bez stosowania progowych wyłączeń na podstawie art. 46 i 48 tego rozporządzenia;
- b) polisy ubezpieczeniowej obejmującej terytoria Unii, na których oferty finansowania społecznościowego są aktywnie udostępniane, lub porównywalnej gwarancji; albo
- c) połączenia form, o których mowa w pkt a) i b).

Z obowiązku utrzymywania ostrożnościowych środków ochrony zostali zwolnieni dostawcy usług finansowania społecznościowego będący przedsiębiorstwami podlegającymi – indywidualnie lub na podstawie swojej sytuacji skonsolidowanej –

²⁵² Prawodawca unijny przyjął więc wąską definicję ostrożnościowych środków ochrony, koncentrującą się wyłącznie na kwestii zapewnienia odpowiedniej kondycji finansowej i wypłacalności instytucji finansowej (wymogi ostrożnościowe *sensu stricto*). W nauce prawa i ekonomii czasem proponuje się również normy ostrożnościowe *sensu largo* których celem jest zapewnienie stabilności całego systemu finansowego, w szczególności przez ochronę podmiotów w nim funkcjonujących (tak R. Cranston, *Principles of banking law*, New York 2002, s. 82). Dla przykładu, zdaniem M. Iwanicz-Drozdowskiej normy ostrożnościowe można podzielić na trzy główne grupy, w ramach których wyróżnia się warunki tworzenia instytucji finansowej (w tym określenie minimalnego poziomu kapitału własnego i procedury licencjonowania działalności), przepisy prawa, które normują sposoby reagowania na niekorzystne tendencje na rynkach finansowych albo działania mające na celu rekompensatę skutków ryzyka podjętego przez instytucję finansową oraz przepisy prawa normujące zarządzanie ryzykiem związanym z operacjami dokonywanymi przez instytucję finansową (zob. M. Iwanicz-Drozdowska, *Regulacje ostrożnościowe – powstanie i ewolucja*, „Bank i Kredyt” 1996, nr 9, s. 52–54).

²⁵³ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012 (Dz.U. L 176 z 27.6.2013, s. 1) (dalej: „Rozporządzenie 575/2013”).

części trzeciej tytuł III Rozporządzenia 575/2013 lub Rozporządzeniu 2019/2033²⁵⁴ tj. instytucje kredytowe i firmy inwestycyjne jak również dostawcy usług finansowania społecznościowego będący przedsiębiorstwami podlegającymi art. 4 i 5 dyrektywy 2009/110/WE²⁵⁵ lub art. 7–9 Dyrektywy 2015/2366 tj. instytucji pieniądza elektronicznego oraz instytucji płatniczych. Wyżej wymienione podmioty zostały bowiem objęte normami ostrożnościowymi przewidzianymi przez podstawowe akty prawne regulujące ich działalność.

Sposób obliczania środków własnych (tj. pozycji kapitału podstawowego Tier 1) stanowiących ostrożnościowe środki ochrony dostawcy usług finansowania społecznościowego został uregulowany analogicznie do firm inwestycyjnych i instytucji kredytowych. Tym samym, zgodnie z art. 26 Rozporządzenia 2013/575 do tej kategorii zalicza się:

- a) instrumenty kapitałowe, po spełnieniu szczególnych warunków wskazanych w art. 28 i 29 Rozporządzenia 2013/575 (w szczególności akcje i udziały dostawcy usług finansowania społecznościowego);
- b) azio emisyjnych związanych z instrumentami, o których mowa w lit. a);
- c) zyski zatrzymane;
- d) skumulowane inne całkowite dochody;
- e) kapitał rezerwowy;
- f) fundusze ogólnego ryzyka bankowego.

Pozycje, o których mowa w lit. c)–f), uznaje się za kapitał podstawowy Tier I wyłącznie wtedy, gdy dostawca usług finansowania społecznościowego ma możliwość nieograniczonego i niezwłocznego wykorzystania ich do pokrycia ryzyk lub strat, gdy tylko one wystąpią.

Minimalny poziom ostrożnościowych środków ochrony ustanowiony na poziomie 25 tysięcy euro należy uznać za stosunkowo niski na tle wymogów kapitałowych

²⁵⁴ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2033 z dnia 27 listopada 2019 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla firm inwestycyjnych oraz zmieniające rozporządzenia (UE) nr 1093/2010, (UE) nr 575/2013, (UE) nr 600/2014 i (UE) nr 806/2014 (*OJ L 314*, 5.12.2019).

²⁵⁵ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/110/WE z dnia 16 września 2009 r. w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności przez instytucje pieniądza elektronicznego oraz nadzoru ostrożnościowego nad ich działalnością, zmieniająca dyrektywy 2005/60/WE i 2006/48/WE oraz uchylająca dyrektywę 2000/46/WE (*OJ L 267*, 10.10.2009, p. 7–17).

przewidzianych dla innych instytucji finansowych. Dla przykładu, minimalna wysokość kapitału założycielskiego przewidziana dla firm inwestycyjnych wynosi 150 000 euro²⁵⁶, zaś dla towarzystw funduszy inwestycyjnych próg minimalnego kapitału początkowego²⁵⁷ wynosi 125 tysięcy euro²⁵⁸. Co więcej, w odróżnieniu od wyżej wymienionych podmiotów, ostrożnościowe środki ochrony nie muszą przybrać formy kapitału założycielskiego, lecz mogą zostać zapewnione poprzez polisę ubezpieczeniową lub gwarancję. Mniej rygorystyczne podejście odnośnie do środków ostrożnościowych dostawców usług finansowania społecznościowego na tle innych nadzorowanych podmiotów wynika przede wszystkim z tego, że dostawca usług finansowania społecznościowego – nieposiadający odrębnego zezwolenia lub wpisu do odpowiedniego rejestru – nie jest uprawniony do przechowywania środków swoich klientów, co znacząco obniża ich ekspozycję na ryzyko kredytowe. Proóg 25 tysięcy euro należy uznać zatem za odpowiedni.

Dostawcy usług finansowania społecznościowego powinni również zidentyfikować wszystkie kategorie ryzyk na jakie narażona jest ich działalność oraz na bieżąco monitorować możliwość ich materializacji, zapobiegać im lub odpowiednio nimi zarządzać²⁵⁹. Wymaga się także, aby dostawcy usług finansowania społecznościowego opracowali plan ciągłości działania zapewniający niezakłócone działanie oraz ochronę interesów klientów na wypadek ogłoszenia przez dostawcę usług finansowania społecznościowego upadłości²⁶⁰.

Zapewnienie skutecznego i ostrożnego zarządzania przez dostawców usług finansowania społecznościowego ma być również realizowane przez odpowiednie

²⁵⁶ Z zastrzeżeniem, że w przypadku gdy dom maklerski nie prowadzi działalności, o której mowa w art. 69 ust. 2 pkt 8 lub ust. 4 pkt 1 Ustawy o obrocie instrumentami finansowymi kapitał założycielski wynosi co najmniej równowartość w złotych 75 000 euro. Zob. art. 98 ust. 1 i 2 Ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.

²⁵⁷ Przez kapitał początkowy rozumie się sumę kapitału zakładowego, w wielkości, w jakiej został wpłacony łącznie z premią emisyjną, niepodzielonego zysku z lat ubiegłych, a także zysku netto w trakcie zatwierdzania, o ile zysk ten wynika ze zbadanego przez biegłego rewidenta sprawozdania finansowego, oraz kapitału rezerwowego, pomniejszoną o niepokrytą stratę z lat ubiegłych. Zob. art. 49 ust. 3 ustawy z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (Dz. U. z 2022 r. poz. 1523).

²⁵⁸ Zob. art. 49 ust. 1 ustawy z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (Dz. U. z 2022 r. poz. 1523).

²⁵⁹ Zob. art. 12 ust. 2 pkt g oraz motyw 24 do Rozporządzenia 2020/1503.

²⁶⁰ Zob. art. 12 ust. 2 pkt j oraz motyw 25 do Rozporządzenia 2020/1503.

zaplanowanie struktury organizacyjnej, w szczególności dostosowanie jej do skali działalności katalogu świadczonych usług. W celu zagwarantowania wypełniania przez dostawców usług finansowania społecznościowego obowiązków wynikających z przepisów prawa i warunków zezwolenia, dostawcy usług finansowania społecznościowego powinni wyodrębnić w swojej strukturze komórkę odpowiedzialną za sprawowanie kontroli wewnętrznej²⁶¹. Przepisy Rozporządzenia 2020/1503 nie zawierają precyzyjnych wskazówek odnośnie do tego, jak skonstruowany powinien być system kontroli wewnętrznej funkcjonujący u dostawców usług finansowania społecznościowego. W szczególności, Rozporządzenie 2020/1503 nie wskazuje, że powinien on składać się z trzech odrębnych i niezależnych pionów tj. systemu nadzoru zgodności działalności z prawem, systemu audytu wewnętrznego oraz systemu zarządzania ryzykiem, co jest charakterystyczne dla innych nadzorowanych podmiotów rynku finansowego np. towarzystw funduszy inwestycyjnych²⁶². Wydaje się zatem, że w świetle obowiązujących przepisów funkcja kontroli wewnętrznej u dostawców usług finansowania społecznościowego mogłaby być pełniona w ramach jednej komórki wewnętrznej, do zadań której należałoby badanie zgodności działalności dostawcy usług finansowania społecznościowego z prawem i regulacjami wewnętrznymi, przeprowadzanie regularnych audytów wewnętrznych oraz monitorowanie ekspozycji na ryzyko. Warto w tym miejscu zauważyć, że w celu umożliwienia dostawcom usług finansowania społecznościowego podniesienia efektywności swojej działalności Rozporządzenie 2020/1503 przewiduje możliwość powierzania funkcji operacyjnych, w całości lub w części, osobom trzecim²⁶³. Podstawowym warunkiem w tym zakresie jest zapewnienie, aby outsourcing nie utrudniał sprawowania kontroli wewnętrznej dostawców usług finansowania społecznościowego ani nadzoru właściwych organów. Mimo, iż nie zostało to wyrażone wprost w treści Rozporządzenia 2020/1503, naturalne wydaje się również, że powierzenie wykonywania czynności nie może prowadzić do zaprzestania faktycznego wykonywania działalności, czyli sytuacji, w której dostawca

²⁶¹ Zob. art. 12 ust. 2 pkt e.

²⁶² Zob. rozdział 2 Rozporządzenia Ministra Finansów, Funduszy i Polityki Regionalnej z dnia 18 listopada 2020 r. w sprawie sposobu, trybu oraz warunków prowadzenia działalności przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych (Dz. U. z 2020 poz. 2103).

²⁶³ Art. 9 Rozporządzenia 2020/1503.

usług finansowania społecznościowego pełni wyłącznie funkcję tzw. „skrzynki pocztowej” (ang. *letter box*²⁶⁴), podczas gdy rzeczywista działalność skoncentrowana jest w rękach podmiotu zewnętrznego. Z uwagi na konieczność mitygowania ryzyka operacyjnego, nie powinno się również łączyć wszystkich powierzonych czynności w jednym podmiocie. Szczęólnego podkreślenia wymaga, że dostawcy usług finansowania społecznościowego pozostają w pełni odpowiedzialni za przestrzeganie przepisów w odniesieniu do działalności zleconej na zasadzie outsourcingu. Oznacza to, że powierzenie czynności nie wyłącza odpowiedzialności za szkody spowodowane ich niewykonaniem lub nienależytym wykonaniem. Tym samym kluczowe znaczenie ma zachowanie należytej staranności w wyborze przedsiębiorcy, z którym dostawca planuje zawrzeć umowę outsourcingową. W praktyce oznacza to konieczność wnikliwej weryfikacji każdego aspektu jego działalności, w tym w szczególności wiedzy i doświadczenia jego pracowników, posiadanych warunków organizacyjno-technicznych oraz aktualnej kondycji finansowej. Dostawca usług finansowania społecznościowego powinien również precyzyjnie oszacować ryzyka związane z powierzeniem czynności oraz na bieżąco monitorować czynności wykonywane przez przedsiębiorcę.

Ocena, czy dostawca usług finansowania społecznościowego daje rękojmię skutecznego i ostrożnego zarządzania opiera się także na ustaleniu, czy osoby fizyczne odpowiedzialne za zarządzanie cieszą się dobrą opinią oraz posiadają wystarczającą wiedzę, umiejętności i doświadczenie²⁶⁵. Taka praktyka jest zresztą charakterystyczna dla większości postępowań o udzielenie zezwolenia na prowadzenie działalności na rynku finansowym w Unii Europejskiej²⁶⁶.

²⁶⁴W kwestii niedopuszczalności outsourcingu wszystkich czynności operacyjnych prowadzących do powstania tzw. *letter box* wypowiadała się wielokrotnie ESMA. Zob. ESMA Supervisory Briefing, Benchmark administrators' presence in their Member States of location and outsourcing, 28 May 2021 | ESMA81-393-98, s. 6. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma81-393-98_supervisory_briefing_bmr_presence_in_the_member_state.pdf [dostęp: 31.03.2023 r.]

²⁶⁵ Art. 12 ust. 2 lit. l Rozporządzenia 2020/1503.

²⁶⁶ Zob. art. 9 ust. 3 lit. a Dyrektywy 2014/65/UE, art. 21 ust. lit. a Rozporządzenia delegowane Komisji (UE) nr 231/2013 z dnia 19 grudnia 2012 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE w odniesieniu do zwolnień, ogólnych warunków dotyczących prowadzenia działalności, depozytariuszy, dzwigni finansowej, przejrzystości i nadzoru (*OJ L* 83, 22.3.2013, p. 1–95).

1.4. Zarządzanie konfliktami interesów

Rozporządzenie 2020/1503 wprowadza szczegółowe zasady postępowania mające na celu przeciwdziałanie możliwości zaistnienia konfliktów interesów pomiędzy dostawcą usług finansowania społecznościowego a właścicielami projektów lub inwestorami oraz gwarantujące transparentność prowadzonej działalności. Emanacją powyższego jest zróżnicowanie zasad dopuszczenia do korzystania z platformy niektórych podmiotów powiązanych z dostawcą usług finansowania społecznościowego, w zależności od tego, czy zamierzają oni występować w charakterze: właścicieli projektów (zakaz bezwarunkowy) lub inwestorów (zakaz warunkowy).

Przepis art. 8 ust. 1 Rozporządzenia 2020/1503 wprost zabrania, aby dostawcy usług finansowania społecznościowego mieli jakikolwiek udział w jakiegokolwiek ofercie finansowania społecznościowego na swoich platformach finansowania społecznościowego, co należy rozumieć jako zakaz plasowania na platformie ofert, w których beneficjentem (nawet pośrednim) byłby dostawca usług finansowania społecznościowego prowadzący tę platformę. Dotyczy to zarówno sytuacji, w której właścicielem projektu byłby sam dostawca usług finansowania społecznościowego, ale także sytuacji w której właścicielem projektu byłaby spółka zależna od dostawcy usług finansowania społecznościowego.

Dodatkowo, w myśl ust. 2 wskazanego przepisu zakazane jest dopuszczanie do finansowania ofert, w których właścicielami projektu są:

- a) akcjonariusze lub udziałowcy dostawcy usług finansowania społecznościowego posiadający co najmniej 20 % kapitału zakładowego lub praw głosu;
- b) kadra kierownicza lub pracownicy dostawców usług finansowania społecznościowego;
- c) jakiegokolwiek osoba fizyczna lub prawna powiązana z osobami z pkt a i b stosunkiem kontroli zdefiniowanym w art. 4 ust. 1 pkt 35 lit. b) Dyrektywy 2014/65/UE.

O ile ustalenie kręgu osób, o których mowa w lit. a i b powyżej nie nastrocza większych trudności, o tyle precyzyjne wskazanie wszystkich osób fizycznych lub prawnych powiązanych z osobami z pkt a i b stosunkiem kontroli może w praktyce okazać się problematyczne. Zgodnie z art. 4 ust. 1 pkt 35 lit. b) Dyrektywy 2014/65/UE. „*stosunek*

kontroli” oznacza: „związek zachodzący między przedsiębiorstwem dominującym i przedsiębiorstwem zależnym we wszystkich przypadkach, o których mowa w art. 22 ust. 1 i 2 dyrektywy 2013/34/UE lub też podobny związek między jakąkolwiek osobą fizyczną lub prawną i przedsiębiorstwem; wszelkie przedsiębiorstwa zależne danego przedsiębiorstwa zależnego są również uważane za przedsiębiorstwa zależne wobec przedsiębiorstwa dominującego najwyższego szczebla”. Sposób sformułowania przepisów wskazuje, że pierwszym krokiem w identyfikacji stosunku kontroli, jest ustalenie czy mamy do czynienia z przypadkiem określonym w art. 22 ust. 1 i 2 dyrektywy 2013/34/EU²⁶⁷ tj. ustaleniem, czy jednostka dominująca:

- a) ma większość praw głosu akcjonariuszy lub wspólników w innej jednostce (jednostce zależnej);
- b) ma prawo powoływania lub odwoływania większości członków organów administrujących, zarządzających lub nadzorujących innej jednostki (jednostki zależnej), a jednocześnie jest jej akcjonariuszem lub wspólnikiem;
- c) ma prawo do wywierania dominującego wpływu na jednostkę (jednostkę zależną), której jest akcjonariuszem lub wspólnikiem, na mocy umowy zawartej z tą jednostką lub postanowienia statutu lub umowy spółki, jeżeli przepisy prawa, którym podlega dana jednostka zależna, zezwalają na to, by podlegała ona takim umowom lub postanowieniom.
- d) jest akcjonariuszem lub wspólnikiem jednostki; oraz:
 - (i) większość członków organów administrujących, zarządzających lub nadzorujących tej jednostki (jednostki zależnej), którzy sprawowali funkcję w ciągu roku obrotowego, w ciągu poprzedniego roku obrotowego oraz do chwili sporządzenia skonsolidowanego sprawozdania finansowego, została powołana wyłącznie w wyniku wykonywania jej praw głosu, z zastrzeżeniem, że ppkt (i) nie ma zastosowania, gdy strona trzecia ma prawa, o których mowa w lit. a), b) lub c) w stosunku do danej jednostki.

²⁶⁷Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/34/UE z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie rocznych sprawozdań finansowych, skonsolidowanych sprawozdań finansowych i powiązanych sprawozdań niektórych rodzajów jednostek, zmieniająca dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2006/43/WE oraz uchylająca dyrektywy Rady 78/660/EWG i 83/349/EWG (Dz. U. L z 2013 r. nr 182/19).

- (ii) zgodnie z umową zawartą z innymi akcjonariuszami lub wspólnikami tej jednostki (jednostki zależnej) sprawuje samodzielną kontrolę nad większością praw głosu akcjonariuszy lub wspólników tej jednostki. Państwa członkowskie mogą wprowadzać bardziej szczegółowe przepisy dotyczące formy i treści tego rodzaju umów
- e) jednostka ta (jednostka dominująca) może wywierać lub faktycznie wywiera dominujący wpływ na inną jednostkę (jednostkę zależną) albo może sprawować kontrolę nad inną jednostką (jednostką zależną) lub faktycznie ją sprawuje; lub
- f) jednostka ta (jednostka dominująca) i inna jednostka (jednostka zależna) są zarządzane według jednolitych zasad przez jednostkę dominującą.

Zidentyfikowanie co najmniej jednej z okoliczności wskazanych w lit. a – f powyżej pozwala skonstatować, że w określonym przypadku mamy do czynienia ze stosunkiem kontroli, o którym mowa w art. 8 ust. 2 lit. c Rozporządzenia 2020/1503. Podkreślić jednocześnie należy, że wykluczenie tych okoliczności nie pozwala *a priori* wykluczyć występowania stosunku kontroli. Z przytoczonej powyżej definicji²⁶⁸ wynika bowiem, że „*stosunek kontroli*” może obejmować nie tylko przypadki wymienione wprost w art. 22 ust. 1 i 2 dyrektywy 2013/34/UE ale także „*podobny związek między jakąkolwiek osobą fizyczną lub prawną i przedsiębiorstwem.*” W świetle powyższego wydaje się więc, że stosunek kontroli będzie określał każdą sytuację, w której dany podmiot posiada uprawnienia, które wynikają z okoliczności prawnych lub faktycznych, umożliwiające wywieranie decydującego wpływu na czynności lub działania innego podmiotu.

Udzielenie osobom wskazanym w art. 8 ust. 2 lit a - c Rozporządzenia 2020/1503 dostępu do platformy w charakterze inwestorów jest dopuszczalne pod warunkiem wypełnienia przez dostawcę usług finansowania społecznościowego obowiązku informacyjnego (tj. opublikowania przez niego na swojej stronie internetowej informacji dotyczących konkretnych projektów, w które zainwestowały powyższe osoby) oraz zapewnienia, aby takie inwestycje były dokonywane na takich samych warunkach jak inwestycje innych inwestorów. W szczególności chodzi o zapewnienie aby osoby te nie

²⁶⁸Art. 4 ust. 1 pkt 35 lit. b) Dyrektywy 2014/65/UE.

korzystały z jakiegokolwiek preferencyjnego traktowania lub uprzywilejowanego dostępu do informacji.

Niezależnie od ograniczeń opisanych powyżej, dostawcy usług finansowania społecznościowego zostali również zobowiązani do zapobiegania konfliktom interesów, identyfikowania ich, zarządzania nimi oraz ujawniania takich konfliktów występujących między samymi dostawcami usług finansowania społecznościowego, ich akcjonariuszami lub udziałowcami, kadrami kierowniczą lub pracownikami, lub jakąkolwiek osobą fizyczną lub prawną z nimi powiązaną stosunkiem kontroli zdefiniowanym w art. 4 ust. 1 pkt 35 lit. b) Dyrektywy 2014/65/UE, a ich klientami lub między samymi klientami. Informacje o zidentyfikowanych konfliktach interesów, w tym ich charakterze, źródle i czynnościach podjętych w celu ich mitygacji powinny zgodnie z art. 8 ust. 5 Rozporządzenia 2020/ być ujawniane na stronie internetowej dostawcy usług finansowania społecznościowego.

Rozporządzenie 2020/1503 nie zawiera legalnej definicji „konfliktu interesów”. Analizując posiłkowo definicję zawartą w Rozporządzeniu delegowanym Komisji (UE) 2019/820 z dnia 4 lutego 2019 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 345/2013 w odniesieniu do konfliktów interesów w obszarze europejskich funduszy venture capital przy uwzględnieniu specyfiki crowdfundingu, stwierdzić można, że konflikt interesów może powstać w szczególności, gdy dostawca usług finansowania społecznościowego:

- a) może uzyskać korzyść lub uniknąć straty wskutek poniesienia straty lub nieuzyskania korzyści, przez co najmniej jednego inwestora lub właściciela projektu;
- b) posiada powód, aby preferować właściciela projektu lub grupę właścicieli projektu w stosunku do innego właściciela projektu lub grupy właścicieli projektu lub preferować inwestora lub grupę inwestorów w stosunku do innego inwestora lub grupy inwestorów;
- c) posiada interes rozbieżny z interesem inwestora lub właściciela projektu;
- d) prowadzi taką samą działalność jak działalność prowadzona przez inwestora lub właściciela projektu;
- e) otrzyma od jakiegokolwiek osoby korzyść majątkową, inną niż standardowe prowizje i opłaty, w związku z usługą świadczoną na rzecz inwestora lub właściciela projektu.

Podkreślić przy tym należy, że zaistnienie którejkolwiek z powyższych przesłanek nie materializuje automatycznie zakazu dopuszczenia takiego podmiotu do korzystania z platformy, ale wymaga odpowiedniego zarządzenia zgodnie z wewnętrzną procedurą funkcjonującą u dostawcy usług finansowania społecznościowego.

W celu zapobiegania powstawaniu konfliktów interesów i zapewnienia świadczenia usług w sposób bezstronny i obiektywny, dostawcy usług finansowania społecznościowego nie powinni również wypłacać ani przyjmować jakiegokolwiek wynagrodzenia, ani udzielać lub przyjmować jakiegokolwiek upustu lub jakiegokolwiek korzyści niepieniężnej za przekierowywanie zleceń inwestorów do konkretnej oferty oferowanej na swojej platformie lub na platformie osób trzecich. Powyższe stanowi odzwierciedlenie ograniczenia przewidzianego w przepisach regulujących działalność firm inwestycyjnych w zakresie przyjmowania jakichkolwiek świadczeń pieniężnych, w tym opłat i prowizji, ani jakichkolwiek świadczeń niepieniężnych w związku ze świadczeniem usług maklerskiej przyjmowania i przekazywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych²⁶⁹. O ile jednak od zakazu nałożonego na firmy inwestycyjne przewidziano szereg wyjątków (na przykład w sytuacji, w której świadczenia są przyjmowane albo przekazywane w celu poprawienia jakości usługi maklerskiej świadczonej przez firmę inwestycyjną na rzecz klienta), o tyle zakaz wynikający z art. 3 ust. 3 Rozporządzenia 2020/1503 ma charakter kategoriyczny (tj. nie przewidziano żadnej sytuacji uprawniającej do odstąpienia od tego zakazu).

Analizując kwestię konfliktów interesów na marginesie warto również wyjaśnić, że nie ma przeszkód, aby dostawcy usług finansowania społecznościowego angażowali się w inną działalność niż działalność objęta zezwoleniem (o czym stanowi wprost art. 12 ust. 13 Rozporządzenia 2020/1503). Kluczowe jest natomiast, aby taka działalność nie miała charakteru działalności konkurencyjnej względem działalności objętej zezwoleniem.

²⁶⁹ Uregulowanego w szczególności w dyrektywy delegowanej Komisji (UE) 2017/593 z dnia 7 kwietnia 2016 r. uzupełniającej dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do zabezpieczenia instrumentów finansowych i środków pieniężnych należących do klientów, zobowiązań w zakresie zarządzania produktami oraz zasad mających zastosowanie do oferowania lub przyjmowania wynagrodzeń, prowizji bądź innych korzyści pieniężnych lub niepieniężnych (*OJ L 87, 31.3.2017, p. 500–517*).

1.5. Obowiązki w zakresie zachowania należytej staranności względem właścicieli projektów oraz obiektywnej ocena projektów

Crowdfunding, jak każdy proces zakładający transfer wartości majątkowych pomiędzy kilkoma podmiotami jest podatny na wykorzystanie go do nielegalnych celów, w tym unikania opodatkowania czy prania pieniędzy lub finansowania terroryzmu. Powierzenie dostawcy usług finansowania społecznościowego funkcji gwaranta rzetelnego i profesjonalnego przebiegu finansowania społecznościowego uwidacznia się również w obowiązku stosowania procedur należytej staranności względem właścicieli projektów ubiegających się o finansowanie na ich platformach, tak aby ograniczyć wskazane ryzyko. Minimalny standard w zakresie weryfikacji właścicieli projektów obejmuje uzyskanie dowodu na to, że:

- a) właściciel projektu nie był karany za naruszenia krajowych przepisów prawa handlowego, prawa dotyczącego niewypłacalności, prawa dotyczącego usług finansowych, prawa dotyczącego przeciwdziałania praniu pieniędzy, prawa dotyczącego zwalczania nadużyć finansowych lub wymogów z zakresu odpowiedzialności zawodowej
- b) właściciel projektu nie ma siedziby w jurysdykcji niechętniej współpracy, uznanej za taką zgodnie z odpowiednią polityką Unii lub w państwie trzecim wysokiego ryzyka zgodnie z art. 9 ust. 2 Dyrektywy 2015/849.

Warto zwrócić uwagę, że mimo istotnej ekspozycji usług finansowania społecznościowego na ryzyko prania pieniędzy i finansowania terroryzmu²⁷⁰ wynikającej przede wszystkim z braku fizycznej obecności stron transakcji, dostawcy usług finansowania społecznościowego nie zostali zaliczeni do wykazu tzw. podmiotów zobowiązanych w rozumieniu Dyrektywy 2015/849 tj. podmiotów zobligowanych do dopełnienia szczególnych obowiązków prawnych, których celem jest zapobieganie wykorzystywaniu unijnego systemu finansowego do prania pieniędzy i finansowania

²⁷⁰ Na wysoką ekspozycję na ryzyko prania pieniędzy i finansowania społecznościowego podmiotów uczestniczących w procesie finansowania społecznościowego zwracał uwagę również FATF, wskazując że identyfikacja rzeczywistego celu zbiórki crowdfundingowej może w praktyce okazać się niezwykle problematyczna. Zob. więcej: FATF Report, Emerging Terrorist Financing Risks, Paryż 2015, s. 31. <https://www.fatf-gafi.org/media/fatf/documents/reports/Emerging-Terrorist-Financing-Risks.pdf> [dostęp: 31.03.2023 r.].

terroryzmu. W motywach do Rozporządzenia 2020/1503 wskazano jednak, że zasadność zmiany przepisów w tym zakresie zostanie w przyszłości oceniona przez Komisję Europejską²⁷¹.

1.6. Obowiązki związane z prowadzeniem tablicy ogłoszeń

Przed przyjęciem Rozporządzenia 2020/1503 eksperci wskazywali, że główną wadą crowdfundingu inwestycyjnego względem inwestycji na rynku publicznym jest mała płynność²⁷². Zaangażowanie kapitału w projekt finansowany za pomocą crowdfundingu inwestycyjnego w praktyce oznaczało zwykle dla inwestora bardzo ograniczoną możliwość wyjścia z inwestycji, polegającą na sprzedaży akcji po debiucie giełdowym spółki emitenta. Warto przy tym podkreślić, że nie każdy podmiot pozyskujący finansowanie poprzez crowdfunding planował w przyszłości uzyskanie statusu spółki publicznej. To z kolei powodowało, że finansowanie społecznościowe bardzo często przybierało postać bezzwrotnego wsparcia określonego przedsięwzięcia, a nie typowej inwestycji kapitałowej, mającej przynieść wymierny zysk inwestorowi²⁷³. Z tego względu, już w samym motywie 13 do Rozporządzenia 2020/1503 zwrócono uwagę, że możliwość łatwego wyjścia z inwestycji stanowi istotny środek ochrony inwestorów²⁷⁴. W literaturze wskazuje się również, że efektywnie działający rynek wtórny jest istotnym czynnikiem sukcesu emisji na rynku pierwotnym. Inwestorzy są bowiem skłonni do zapłaty wyższej ceny za aktywo, które będą mogli zbyć na rynku wtórnym z określoną spodziewaną korzyścią²⁷⁵.

²⁷¹ zob. motyw 32 do Rozporządzenia 2020/1503.

²⁷² M. Rudke, *Crowdfunding udziałowy: dotacja czy realna inwestycja*, „Gazeta Giełdy i Inwestorów Parkiet” 26.06.2019 r. <https://www.parkiet.com/crowdfunding/art20142211-crowdfunding-udzialowy-dotacja-czy-realna-inwestycja> [dostęp: 24.02.2023 r.].

²⁷³ *Ibidem*.

²⁷⁴ „W odniesieniu do inwestycyjnych modeli finansowania społecznościowego zbywalność stanowi ważny środek ochrony dla inwestorów, umożliwiające im wyjście z inwestycji, ponieważ daje im możliwość rozporządzenia swoimi udziałami na rynkach kapitałowych. W związku z tym niniejsze rozporządzenie obejmuje i dopuszcza usługi finansowania społecznościowego związane ze zbywalnymi papierami wartościowymi” zob. motyw 13 do Rozporządzenia 2020/1503.

²⁷⁵ M. Gargantini *Secondary Markets For Crowdfunding: Bulletin Boards (Art 25)* [w:] E. Macchiavello (red.) *Regulation on European...*, *op.cit.*;s. 351.

Mechanizmem, który miał przeciwdziałać problemowi braku płynności instrumentów dopuszczonych na potrzeby finansowania społecznościowego ma być tzw. tablica ogłoszeń, na której dostawcy usług finansowania społecznościowego mogą umożliwić swoim klientom ogłaszanie zainteresowania zakupem lub sprzedażą zbywalnych papierów wartościowych lub instrumentów dopuszczonych na potrzeby finansowania społecznościowego, które były pierwotnie oferowane na ich platformach finansowania społecznościowego²⁷⁶. Prowadzenie tablicy ogłoszeń jest fakultatywne tj. zależy wyłącznie od decyzji samego dostawcy usług finansowania społecznościowego. Biorąc jednak pod uwagę, że możliwość utworzenia rynku wtórnego dla ofert crowdfundingu inwestycyjnego spotkała się z entuzjastycznym odbiorem uczestników rynku²⁷⁷, zasadne jest przeanalizowanie szczegółowych zasad z tym związanych. Nie ma wątpliwości, że sama możliwość wprowadzenia przez dostawcę usług finansowania społecznościowego dodatkowej funkcjonalności platformy w postaci tablicy ogłoszeń zasługuje na aprobatę. Należy jednak mieć na uwadze daleko idące ograniczenia z tym związane. Zgodnie z art. 25 ust. 2 Rozporządzenia 2020/1503 tablica ogłoszeń nie może być wykorzystywana do zestawienia zleceń kupna i sprzedaży za pomocą protokołów lub wewnętrznych procedur operacyjnych danego dostawcy usług finansowania społecznościowego w sposób, który skutkuje zawarciem umowy. W konsekwencji, tablica ogłoszeń nie może opierać się na wewnętrznym systemie kojarzenia zleceń klientów na zasadzie wielostronnej. Wyjątkiem od tych zasad jest sytuacja, w której dostawca usług finansowania społecznościowego posiada jednocześnie odrębne zezwolenie na prowadzenie działalności jako firma inwestycyjna, uprawniona do prowadzenia wielostronnego systemu obrotu zgodnie z art. 5 Dyrektywy 2014/65/UE lub jako rynek regulowany zgodnie z art. 44 Dyrektywy 2014/65/UE. Określając zakres dopuszczalnych funkcjonalności tablicy ogłoszeń pomocne okazuje się sięgnięcie do

²⁷⁶ Zob. art. 25 ust. 1 Rozporządzenia 2020/1503.

²⁷⁷ Zob. G. Uryniuk, *Crowdfunding. Platformy przygotowują się na nowe regulacje* „Gazeta Giełdy i Inwestorów Parkiet” 21.07.2022 r. <https://www.parkiet.com/crowdfunding/art36739451-crowdfunding-platformy-przygotowuja-sie-na-nowe-regulacje> [dostęp: 24.02.2023 r.].

Raportu końcowego ESMA dot. systemów obrotów z dnia 2 lutego 2023 r.²⁷⁸, w którym wskazano, że prowadzenie platformy, na której wyłącznie udostępnia się dane dotyczące ceny określonego aktywa lub inne narzędzia służące podejmowaniu decyzji handlowych, nie powinno wymagać uzyskania zezwolenia zgodnie z Dyrektywą 2014/65/UE. Innymi słowy, aby platforma kwalifikowała się jako wielostronny system obrotu, musi istnieć możliwość realnej interakcji (na przykład poprzez umieszczenie przycisku lub zapewnienie użytkownikom możliwości komunikowania się między sobą), w zakresie potwierdzenia zamiaru zawarcia transakcji systemu pomiędzy użytkownikami takiej platformy. W raporcie przywołano też cechy charakterystyczne dla zakwalifikowania określonej platformy jako systemu typu tablica ogłoszeń:

- a) system składa się z interfejsu, który jedynie agreguje i transmituje zainteresowanie kupnem i sprzedażą określonych instrumentów finansowych;
- b) system nie pozwala na komunikację lub negocjacje między stronami transakcji, w tym na powiadamianie o potencjalnym dopasowaniu zleceń kupna i sprzedaży w systemie, ani nie narzuca obowiązkowego korzystania z określonych narzędzi;
- c) system nie posiada funkcjonalności realizacji transakcji lub kojarzenia transakcji kupna²⁷⁹.

Prowadzenie tablicy ogłoszeń na zasadach wskazanych w art. 25 Rozporządzenia 2020/1503 w praktyce będzie zatem sprowadzać się wyłącznie do udostępnienia inwestorom przestrzeni na stronie internetowej, na której będzie można opublikować informację o zainteresowaniu nabyciem lub zbyciem określonego papieru wartościowego lub instrumentu dopuszczonego na potrzeby finansowania społecznościowego. Zawarcie umowy w tym przedmiocie powinno natomiast odbywać się poza samą platformą, w wyniku bezpośredniej komunikacji pomiędzy zbywcą a nabywcą danego aktywa, na przykład poprzez komunikację za pośrednictwem poczty elektronicznej.

²⁷⁸ ESMA Final Report, On ESMA's Opinion on the Trading Venue Perimeter, 2 February 2023 ESMA70-156-6360, s. 18 <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-issues-opinion-trading-venue-perimeter> [dostęp: 28.02.2023 r.].

²⁷⁹ Zob. też ESMA MiFID II Review Report MiFID II review report on the functioning of Organised Trading Facilities (OTF), 23 March 2021 | ESMA70-156-4225, s. 28 https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/esma70-156-4225_mifid_ii_final_report_on_functioning_of_otf.pdf [dostęp: 28.02.2023 r.].

Decyzja o prowadzeniu tablicy ogłoszeń wiąże się z szeregiem dodatkowych obowiązków nałożonych na dostawców usług finansowania społecznościowego. Ich istotą jest zagwarantowanie użytkownikom odpowiedniego dostępu do informacji związanych z ofertą prezentowaną na tablicy ogłoszeń. I tak, dostawcy usług finansowania społecznościowego zobligowani są m.in. do poinformowania klientów o charakterze tablicy ogłoszeń (tj. o fakcie, że nie stanowi ona wielostronnej platformy obrotu), zapewnienia aby sprzedający udostępniali arkusz kluczowych informacji inwestycyjnych dot. zbywanego aktywa czy też realizacji dodatkowych obowiązków informacyjnych względem inwestorów niedoświadczonych²⁸⁰.

2. Nadzór nad rynkiem crowdfundingu inwestycyjnego

W doktrynie nie ma sporu odnośnie do tego, że system nadzoru finansowego ma na celu przede wszystkim zapewnienie odpowiedniego stopnia profesjonalizmu podmiotów nadzorowanych. Trafnie konstatują M. Szraniewska i P. Szraniewski, że „*kiedy mówimy o systemie nadzoru i kontroli, chodzi przede wszystkim o zapewnianie jakości. Nadzór służy zapobieganiu popełniania błędów*”²⁸¹. Efektywny system nadzoru nad instytucjami finansowymi jest jednym z najważniejszych czynników wpływających na prawidłowe funkcjonowanie rynku²⁸². Brak odpowiednich mechanizmów gwarantujących bezpieczeństwo obrotu stanowi istotne zagrożenie dla stabilności systemu finansowego, a także dla ochrony interesów uczestników rynku.

Na gruncie Rozporządzenia 2020/1503 przyjęto zasadę, zgodnie z którą bezpośredni nadzór nad dostawcami usług finansowania społecznościowego sprawować będą krajowe organy nadzoru. Warto zwrócić uwagę, że przepisy nie precyzują, że muszą to być organy nadzoru finansowego. Co więcej, ust. 2 art. 29 *expressis verbis* przewiduje

²⁸⁰ Zob. art. 25 ust. 3 Rozporządzenia 2020/1503. Dodatkowe obowiązki mogą mieć zastosowanie, gdy dostawca usług finansowania społecznościowego świadczy usługę przechowywania aktywów lub sugeruje cenę referencyjną kupna i sprzedaży.

²⁸¹ M. Szraniewska, P. Szraniewski, *System nadzoru i kontroli nad instytucjami finansowymi z perspektywy nauk administracyjnych* [w:] J. Olszewski (red.) *Rynek usług finansowych : inwestycyjnych, bankowych i ubezpieczeniowych - między teorią a praktyką*, Warszawa 2020, Legalis.

²⁸² *Ibidem*.

możliwość wyznaczenia więcej niż jednego organu odpowiedzialne za wykonywanie funkcji i obowiązków przewidzianych w Rozporządzeniu 2020/1503. Nie ma zatem przeszkód, aby część kompetencji określonych w Rozporządzeniu 2020/1503 powierzyć krajowemu organowi nadzoru finansowego, zaś pozostałą część, na przykład tę związaną z nadzorem nad przestrzeganiem przepisów mających zastosowanie do komunikatów marketingowych dostawców usług finansowania społecznościowego, krajowemu organowi ochrony konkurencji i konsumentów. Jednocześnie, w przypadku gdy państwo członkowskie wyznaczy więcej niż jeden właściwy organ, ma obowiązek dokładnie określić ich zadania (podział kompetencji) oraz wyznaczyć jeden z nich jako pojedynczy punkt kontaktowy na potrzeby transgranicznej współpracy administracyjnej między właściwymi organami, a także z ESMA²⁸³. Swoboda państw członkowskich w wyznaczaniu odpowiednich organów nie ma jednak charakteru nieograniczonego. Rozporządzenie 2020/1503 w artykule 30 precyzuje bowiem minimalny zakres uprawnień dotyczących prowadzenia postępowań wyjaśniających oraz uprawnień nadzorczych, jakie musi posiadać organ wyznaczony do wypełniania obowiązków wynikających z Rozporządzenia 2020/1503. I tak, w zakresie prowadzenia postępowania wyjaśniającego organ właściwy w danym kraju musi posiadać co najmniej poniższe uprawnienia:

- a) do nakładania obowiązku przekazywania informacji i dokumentów na dostawców usług finansowania społecznościowego i osoby trzecie wyznaczone do pełnienia funkcji związanych ze świadczeniem usług finansowania społecznościowego oraz osoby fizyczne lub prawne sprawujące nad nimi kontrolę lub podlegające ich kontroli;
- b) do nakładania obowiązku przekazywania informacji na biegłych rewidentów i kadrę kierowniczą dostawców usług finansowania społecznościowego oraz osób trzecich wyznaczonych do pełnienia funkcji związanych ze świadczeniem usług finansowania społecznościowego;

²⁸³ Rozwiązanie to nie ma charakteru bezprecedensowego. Możliwość wyznaczenia więcej niż jednego organu właściwego do spraw objętych określonym aktem unijnym została przewidziana na przykład w Dyrektywie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2015/2366 z dnia 25 listopada 2015 r. w sprawie usług płatniczych w ramach rynku wewnętrznego, zmieniająca dyrektywy 2002/65/WE, 2009/110/WE, 2013/36/UE i rozporządzenie (UE) nr 1093/2010 oraz uchylająca dyrektywę 2007/64/WE *OJ L* 337, 23.12.2015, p. 35–127).

- c) do przeprowadzania kontroli na miejscu lub postępowań wyjaśniających w miejscach innych niż prywatne miejsca zamieszkania osób fizycznych, oraz wchodzenia w tym celu do pomieszczeń, aby uzyskać dostęp do dokumentów i innych danych w jakiegokolwiek postaci, w przypadku gdy istnieje uzasadnione podejrzenie, że dokumenty i inne dane związane z przedmiotem kontroli lub postępowania wyjaśniającego mogą mieć znaczenie dla udowodnienia przypadku naruszenia Rozporządzenia 2020/1503;

zaś gdy chodzi o uprawnienia nadzorcze:

- a) uprawnienie do zawieszenia oferty finansowania społecznościowego na okres jednorazowo nie dłuższy niż 10 kolejnych dni roboczych, w przypadku gdy istnieją uzasadnione powody, aby podejrzewać, że naruszone zostało Rozporządzenie 2020/1503;
- b) uprawnienie do zakazania lub zawieszenia komunikatów marketingowych lub do nakładania obowiązku zaprzestania lub zawieszenia komunikatów marketingowych na dostawców usług finansowania społecznościowego lub osoby trzecie wyznaczone do pełnienia funkcji związanych ze świadczeniem usług finansowania społecznościowego na okres jednorazowo nie dłuższy niż 10 kolejnych dni roboczych, w przypadku gdy istnieją uzasadnione powody, aby podejrzewać, że naruszone zostało Rozporządzenie 2020/1503;
- c) uprawnienie do zakazania złożenia oferty finansowania społecznościowego, w przypadku gdy właściwe organy stwierdzą, że doszło do naruszenia Rozporządzenia 2020/1503, lub w przypadku gdy istnieją uzasadnione powody, aby podejrzewać, że mogło dojść do jego naruszenia;
- d) uprawnienie do zawieszenia lub do nałożenia na dostawcę usług finansowania społecznościowego obowiązku zawieszenia świadczenia usług finansowania społecznościowego na okres jednorazowo nie dłuższy niż 10 kolejnych dni roboczych, w przypadku gdy istnieją uzasadnione powody, aby podejrzewać, że naruszone zostało Rozporządzenie 2020/1503;
- e) uprawnienie do zakazania świadczenia usług finansowania społecznościowego, w przypadku gdy właściwe organy stwierdzą, że doszło do naruszenia Rozporządzenia 2020/1503

- f) uprawnienie do podania do wiadomości publicznej faktu, że dostawca usług finansowania społecznościowego lub osoba trzecia wyznaczona do pełnienia funkcji związanych ze świadczeniem usług finansowania społecznościowego nie wypełniają swoich obowiązków;
- g) uprawnienie do ujawniania lub do nałożenia na dostawcę usług finansowania społecznościowego lub osobę trzecią wyznaczoną do pełnienia funkcji związanych ze świadczeniem usług finansowania społecznościowego obowiązku ujawniania wszystkich istotnych informacji, które mogą mieć wpływ na świadczenie usług finansowania społecznościowego w celu zapewnienia ochrony inwestorów lub sprawnego funkcjonowania rynku;
- h) uprawnienie do zawieszania lub do nałożenia na dostawcę usług finansowania społecznościowego lub osobę trzecią wyznaczoną do pełnienia funkcji związanych ze świadczeniem usług finansowania społecznościowego obowiązku zawieszenia świadczenia usług finansowania społecznościowego, w przypadku gdy właściwe organy uznają, że sytuacja dostawcy usług finansowania społecznościowego wskazuje na to, że świadczenie usługi finansowania społecznościowego byłoby szkodliwe dla interesów inwestorów;
- i) uprawnienie do przenoszenia istniejących umów do innego dostawcy usług finansowania społecznościowego w przypadkach cofnięcia danemu dostawcy usług finansowania społecznościowego zezwolenia zgodnie z art. 17 ust. 1 akapit pierwszy lit. c) Rozporządzenia 2020/1503, pod warunkiem uzyskania zgody klientów i dostawcy usług finansowania społecznościowego przejmującego umowy.

Państwa członkowskie zyskały także kompetencje do nadawania tym organom – na mocy prawa krajowego – uprawnienia do nakładania kar administracyjnych i podejmowania innych odpowiednich środków administracyjnych w odniesieniu do naruszeń niektórych przepisów Rozporządzenia 2020/1503²⁸⁴. Prawodawca unijny wymaga, by kary i inne

²⁸⁴ Art. 3, 4 i 5, art. 6 ust. 1–6, art. 7 ust. 1–4, art. 8 ust. 1–6, art. 9 ust. 1 i 2, art. 10, art. 11, art. 12 ust. 1, art. 13 ust. 2, art. 15 ust. 2 i 3, art. 16 ust. 1, art. 18 ust. 1 i 4, art. 19 ust. 1–6, art. 20 ust. 1 i 2, art. 21 ust. 1–7, art. 22, art. 23 ust. 2–13, art. 24, 25 i 26 oraz art. 27 ust. 1–3 Rozporządzenia 2020/1503 jak również w przypadku braku współpracy lub niepoddania się czynnościom w ramach postępowania wyjaśniającego lub kontroli, lub wniosku objętego zakresem stosowania art. 30 ust. 1 Rozporządzenia 2020/1503.

środki administracyjne były skuteczne, proporcjonalne i odstrasżające. Jednocześnie Państwa członkowskie mogą zdecydować, że nie ustanowią przepisów dotyczących kar administracyjnych lub innych środków administracyjnych za naruszenia, które podlegają sankcjom karnym na podstawie ich prawa krajowego²⁸⁵.

Przepis art. 39 ust. 2 Rozporządzenia 2020/1503 wyznacza minimalny katalog kar administracyjnych i środków administracyjnych, którymi powinny dysponować właściwe organy nadzoru w krajach członkowskich. Są to:

- a) podanie do wiadomości publicznej informacji wskazującej osobę fizyczną lub prawną odpowiedzialną za naruszenie oraz charakter naruszenia;
- b) nakaz zobowiązujący osobę fizyczną lub prawną do zaprzestania postępowania stanowiącego naruszenie oraz do powstrzymania się od jego ponownego podejmowania;
- c) zakaz wykonywania funkcji kierowniczych w dostawcy usług finansowania społecznościowego przez członka organu zarządzającego osoby prawnej ponoszącego odpowiedzialność za naruszenie lub przez jakąkolwiek inną osobę fizyczną ponoszącą odpowiedzialność za naruszenie;
- d) kara pieniężna w wysokości równej co najmniej dwukrotnej wartości korzyści uzyskanych w wyniku naruszenia, o ile można je określić, nawet jeśli kwota ta przekracza kwoty maksymalne określone w lit. e);
- e) w przypadku osoby prawnej – kara pieniężna w wysokości co najmniej 500 000 EUR lub – w państwach członkowskich, których walutą nie jest euro – równowartości tej kwoty w walucie krajowej na dzień 9 listopada 2020 r., lub maksymalnie 5 % całkowitych rocznych obrotów tej osoby prawnej według ostatniego dostępnego sprawozdania finansowego zatwierdzonego przez organ zarządzający.
- f) w przypadku osoby fizycznej – kara pieniężna w wysokości co najmniej 500 000 EUR lub – w państwach członkowskich, których walutą nie jest euro – równowartości tej kwoty w walucie krajowej na dzień 9 listopada 2020 r.

²⁸⁵ Art. 39 ust. 1 Rozporządzenia 2020/1503.

Powyższe nie wyklucza możliwości określenia przez przepisy krajowe dodatkowych kar lub środków oraz wyższych administracyjnych kary pieniężnych zarówno w odniesieniu do osób fizycznych, jak i osób prawnych, odpowiedzialnych za naruszenie.

Analizując kwestię nadzoru nad dostawcami usług finansowania społecznego nie można pominąć roli ESMA w tym zakresie. Mimo, że organ ten nie dysponuje bezpośrednimi uprawnieniami nadzorczymi, odgrywa kluczową rolę poprzez tzw. „miękkie” metody oddziaływania na rynek oraz określone kompetencje względem krajowych organów nadzoru. ESMA tworzy i prowadzi rejestr wszystkich dostawców usług finansowania społecznościowego, którzy uzyskali zezwolenie na prowadzenie działalności w którymkolwiek kraju członkowskim²⁸⁶. Rejestr ten jest publicznie dostępny na stronie internetowej ESMA i jest regularnie aktualizowany²⁸⁷. ESMA gromadzi i analizuje również szereg informacji dotyczących świadczenia usług finansowania społecznościowego w poszczególnych państwach członkowskich jak również tworzy na tej podstawie zagregowane roczne statystyki. Dla przykładu, krajowe organy nadzoru mają obowiązek corocznego przekazywania ESMA informacji dotyczących rodzajów spółek z ograniczoną odpowiedzialnością i ich udziałów, które są oferowane i które są objęte zakresem stosowania Rozporządzenia 2020/1503, wraz z odesłaniami do mającego zastosowanie prawa krajowego²⁸⁸, zaś ESMA publikuje te informacje na swojej stronie internetowej²⁸⁹. ESMA pełni również istotną funkcję w procesie tzw. konwergencji praktyk nadzorczych tj. spójnym wdrażaniu i stosowaniu tych samych zasad z wykorzystaniem podobnych podejść we wszystkich 27 członkowskich Unii Europejskiej²⁹⁰. Harmonizację stosowania przepisów Rozporządzenia 2020/1503 odbywa się w ścisłej współpracy z właściwymi organami krajowymi i polega na przeprowadzaniu wzajemnych ocen i badań tematycznych, publikowaniu projektów

²⁸⁶ Art. 14 ust. 1 Rozporządzenia 2020/1503.

²⁸⁷ <https://www.esma.europa.eu/document/register-crowdfunding-services-providers> [dostęp: 17.02.2023 r.].

²⁸⁸ Zob. art. 2 ust. 3 Rozporządzenia 2020/1503.

²⁸⁹ <https://www.esma.europa.eu/document/escpr-miscellaneous-reporting-esma> [dostęp: 31.03.2023 r.]

²⁹⁰ O ESMA, Paryż 2021 s.3. <https://www.esma.europa.eu/document/about-esma> [dostęp: 31.03.2023]

aktów prawnych (w tym regulacyjnych standardów technicznych²⁹¹), opinii, wytycznych oraz pytań i odpowiedzi (tzw. Q&A²⁹²)

2.1. Procedura udzielania zezwolenia na prowadzenie działalności w charakterze dostawców usług finansowania społecznościowego.

Na gruncie Rozporządzenia 2020/1503 usługi finansowania społecznościowego mogą być świadczone wyłącznie przez osoby prawne²⁹³, które mają siedzibę w Unii Europejskiej i które uzyskały zezwolenie na prowadzenie działalności jako dostawcy usług finansowania społecznościowego przez właściwy organ państwa członkowskiego, wyznaczony zgodnie z art. 29 ust. 1. Zezwolenie udzielane jest po przeprowadzeniu postępowania zainicjowanego wnioskiem zainteresowanego podmiotu²⁹⁴. Wniosek powinien zawierać następujące elementy:

- a) nazwę (w tym firmę i każdą inną nazwę handlową, która będzie stosowana) potencjalnego dostawcy usług finansowania społecznościowego, adres strony internetowej prowadzonej przez tego dostawcę oraz adres jego siedziby;
- b) formę prawną potencjalnego dostawcy usług finansowania społecznościowego;
- c) umowę lub statut spółki potencjalnego dostawcy usług finansowania społecznościowego;
- d) program działania określający rodzaje usług finansowania społecznościowego, które potencjalny dostawca usług finansowania społecznościowego zamierza świadczyć, oraz platformę finansowania społecznościowego, którą zamierza on obsługiwać, w tym miejsce i sposób udostępniania ofert finansowania społecznościowego;
- e) opis zasad zarządzania i mechanizmów kontroli wewnętrznej potencjalnego dostawcy usług finansowania społecznościowego w celu zapewnienia zgodności

²⁹¹ <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-technical-standards-crowdfunding> [dostęp: 31.03.2023 r.]

²⁹² <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-first-qas-crowdfunding> [dostęp: 31.03.2023 r.]

²⁹³ Art. 3 ust. 1 Rozporządzenia 2020/1503.

²⁹⁴ Art. 12 ust. 1 Rozporządzenia 2020/1503.

z niniejszym rozporządzeniem, w tym procedur zarządzania ryzykiem i procedur księgowych;

- f) opis systemów, zasobów i procedur potencjalnego dostawcy usług finansowania społecznościowego na potrzeby kontroli i ochrony systemów przetwarzania danych;
- g) opis ryzyk operacyjnych potencjalnego dostawcy usług finansowania społecznościowego;
- h) opis ostrożnościowych środków ochrony potencjalnego dostawcy usług finansowania społecznościowego zgodnie z art. 11 Rozporządzenia 2020/1503;
- i) dowód na to, że potencjalny dostawca usług finansowania społecznościowego stosuje ostrożnościowe środki ochrony zgodnie z art. 11 Rozporządzenia 2020/1503;
- j) opis planu ciągłości działania potencjalnego dostawcy usług finansowania społecznościowego, w którym to planie – z uwzględnieniem charakteru, skali i stopnia złożoności usług finansowania społecznościowego, które potencjalny dostawca usług finansowania społecznościowego zamierza świadczyć – ustanawia się środki i procedury zapewniające, w przypadku upadłości potencjalnego dostawcy usług finansowania społecznościowego, ciągłość świadczenia usług krytycznych związanych z istniejącymi inwestycjami oraz należyte zarządzanie umowami między potencjalnym dostawcą usług finansowania społecznościowego a jego klientami;
- k) dane identyfikacyjne osób fizycznych odpowiedzialnych za zarządzanie potencjalnym dostawcą usług finansowania społecznościowego;
- l) dowód potwierdzający, że osoby fizyczne, o których mowa w lit. k), cieszą się dobrą opinią oraz posiadają wystarczającą wiedzę, umiejętności i doświadczenie, aby zarządzać potencjalnym dostawcą usług finansowania społecznościowego;
- m) opis zasad wewnętrznych stosowanych przez potencjalnego dostawcę usług finansowania społecznościowego w celu uniemożliwienia osobom, o których mowa w art. 8 ust. 2 akapit pierwszy, uczestniczenia – w charakterze właścicieli projektów – w usługach finansowania społecznościowego oferowanych przez tego potencjalnego dostawcę usług finansowania społecznościowego;

- n) opis zasad dotyczących outsourcingu przyjętych przez potencjalnego dostawcę usług finansowania społecznościowego;
- o) opis procedur rozpatrywania skarg klientów stosowanych przez potencjalnego dostawcę usług finansowania społecznościowego;
- p) potwierdzenie tego, czy potencjalny dostawca usług finansowania społecznościowego zamierza świadczyć usługi płatnicze samodzielnie lub za pośrednictwem osoby trzeciej, na podstawie dyrektywy (UE) 2015/2366, czy zgodnie z art. 10 ust. 5 Rozporządzenia 2020/1503;
- q) opis stosowanych przez potencjalnego dostawcę usług finansowania społecznościowego procedur służących weryfikacji kompletności, prawidłowości i jasności informacji zawartych w arkuszu kluczowych informacji inwestycyjnych;
- r) opis stosowanych przez potencjalnego dostawcę usług finansowania społecznościowego procedur w odniesieniu do limitów inwestycyjnych dla inwestorów niedoświadczonych, o których mowa w art. 21 ust. 7 Rozporządzenia 2020/1503²⁹⁵.

Informacje i dokumenty, jakie musi zawierać wniosek można podzielić na kilka grup. Do pierwszej zaliczyć można elementy wskazane w lit. a-c powyżej, zawierające dane rejestrowe podmiotu ubiegającego się o zezwolenie oraz jego dokumenty korporacyjne. Druga grupa tj. elementy o których mowa w lit. d, f-g, p to szczegółowe informacje dotyczące technicznych aspektów świadczenia usług finansowania społecznościowego, w tym w szczególności informacje dotyczące stosowanych rozwiązań teleinformatycznych oraz platformy finansowania społecznościowego, z wykorzystaniem której potencjalny dostawca usług finansowania społecznościowego zamierza prowadzić

²⁹⁵ Zakres tych dokumentów nie stanowi katalogu zamkniętego. Zgodnie z art. 12 ust. 16 ESMA opracowuje projekty regulacyjnych standardów technicznych w celu doprecyzowania wymogów i zasad dotyczących wniosku, o którym mowa w ust. 1, w tym standardowych formularzy, wzorów i procedur na potrzeby wniosku o udzielenie zezwolenia; oraz środków i procedur na potrzeby planu ciągłości działania. Komisja Europejska uzyskała zaś uprawnienia do uzupełniania Rozporządzenia 2020/1503 poprzez przyjmowanie regulacyjnych standardów technicznych zaproponowanych jej przez ESMA. zob. Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2022/2112 z dnia 13 lipca 2022 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/1503 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych określających wymogi i zasady dotyczące wniosku o udzielenie zezwolenia na prowadzenie działalności jako dostawca usług finansowania społecznościowego (*OJ L 287, 8.11.2022, p. 5–21*).

działalność. Trzecią grupę, do której należą elementy wskazane w lit. e, h-j, m-o oraz q-r określić można jako informacje dotyczące wewnętrznej organizacji i przebiegu procesów związanych ze świadczeniem usług finansowania społecznościowego przez potencjalnego dostawcę usług finansowania społecznościowego. Wreszcie, ostatnia grupa czyli elementy wskazane w lit. k-l to dane i dokumenty osób odpowiedzialnych za zarządzanie potencjalnym dostawcom usług finansowania społecznościowego. Rozbudowany katalog elementów, z których powinien składać się wniosek ma pozwolić organowi prowadzącemu postępowanie na dokonanie wszechstronnej oceny wiarygodności i rzetelności podmiotu ubiegającego się o uzyskanie zezwolenia. Nieprzerwane spełnianie wymogów prawnych przewidzianych dla uzyskania zezwolenia na prowadzenie działalności w charakterze dostawcy usług finansowania społecznościowego jest kontrolowane i nadzorowane w ramach nadzoru bieżącego przez organ wydający zezwolenie. Oznacza to, że przedsiębiorca, uprawniony do wykonywania działalności, zobligowany jest w sposób ciągły spełniać wszystkie warunki udzielenia zezwolenia w trakcie całego okresu wykonywania działalności na rynku crowdfundingu.

W celu zapewnienia szybkości i efektywności postępowania o udzielenie zezwolenia na prowadzenie działalności w charakterze dostawcy usług finansowania społecznościowego prawodawca unijny przewidział dwa terminy, którymi związane są organy prowadzące postępowanie²⁹⁶. W terminie 25 dni roboczych od otrzymania wniosku właściwy organ zobligowany jest ocenić kompletność tego wniosku, sprawdzając, czy zawiera on wszystkie wymagane elementy, a w razie zidentyfikowania braków określić dodatkowy termin na przekazanie brakujących informacji²⁹⁷. W terminie trzech miesięcy od dnia otrzymania kompletnego wniosku organ prowadzący postępowanie zobowiązany jest wydać w pełni uzasadnioną decyzję o udzieleniu zezwolenia lub o odmowie udzielenia zezwolenia na prowadzenie działalności jako dostawca usług finansowania społecznościowego²⁹⁸. Przesłanką odmowy udzielenia zezwolenia są obiektywne i możliwe do wykazania powody, aby przypuszczać, że organ zarządzający potencjalnego dostawcy usług finansowania społecznościowego mógłby

²⁹⁶ Terminy te należy jednak uznać za instrukcyjne, jako że Rozporządzenia 2020/1503 nie określa skutków ich przekroczenia.

²⁹⁷ Art. 12 ust. 4 Rozporządzenia 2020/1503.

²⁹⁸ Art. 12 ust. 8 Rozporządzenia 2020/1503.

stwarzać zagrożenie dla skutecznego, prawidłowego i ostrożnego zarządzania tym podmiotem, dla ciągłości jego działania i dla odpowiedniego uwzględnienia interesów jego klientów oraz integralności rynku.

2.2. Transgraniczne świadczenie usług crowdfundingu inwestycyjnego

Warto zwrócić uwagę, że podstawową motywacją do stworzenia ogólnoeuropejskich ram prawnych dla działalności dostawców usług finansowania społecznościowego były problemy z transgranicznym prowadzeniem działalności. Zgodnie z tym, co zostało wskazane w Rozdziale II²⁹⁹, pierwotna wersja projektu Rozporządzenia 2020/1503 zakładała, iż regulacją zostaną objęci wyłącznie dostawcy świadczący usługi finansowania społecznościowego transgranicznie. Mimo, że w toku prac legislacyjnych brzmienie aktu prawnego przeszło istotną transformację, motywowanie przedsiębiorców do prowadzenia działalności na poziomie paneuropejskim pozostało jednym z głównych jego celów. Tym samym, przepisy Rozporządzenia 2020/1503 znacząco ułatwiają skalowanie działalności dostawców usług finansowania społecznościowego oraz rozszerzanie jej na inne rynki unijne. W art. 18 Rozporządzenia 2020/1503 przyjęto zasadę tzw. jednolitego paszportu europejskiego, co oznacza, iż zezwolenie wydane przez krajowy organ nadzoru uprawnia do prowadzenia działalności na obszarze całej Unii Europejskiej w trybie notyfikacji, bez konieczności uzyskiwania odrębnych zezwoleń w każdym z państw członkowskich. Dodatkowo, art. 12 ust. 12 Rozporządzenia 2020/1503 wprost zabrania państwom członkowskim nakładać na dostawców usług finansowania społecznościowego, którzy świadczą usługi na zasadzie transgranicznej, wymogu fizycznej obecności na terytorium państwa członkowskiego innego niż państwo, w którym ci dostawcy uzyskali zezwolenie. Powyższe stanowi emanację zasady swobody przepływu kapitału oraz swobody przepływu usług w ramach całej UE. Wyjaśnić należy, że dany dostawca usług finansowania społecznościowego może prowadzić działalność w innym z państw członkowskich wyłącznie w zakresie czynności objętych zezwoleniem, uzyskanym zgodnie z art. 12 Rozporządzenia 2020/1503. Dostawca usług finansowania

²⁹⁹ Zob. pkt 2, Rozdział II niniejszej rozprawy.

społecznościowego, który uzyskał zezwolenie na świadczenie wyłącznie jednego rodzaju usługi z katalogu wskazanego w art. 2 ust. 1 lit a) pkt (ii) oraz (ii) Rozporządzenia 2020/1503 nie może świadczyć usługi nieobjętej zezwoleniem w innym państwie członkowskim. Przyjąć jednocześnie należy, że nie ma przeszkód, by dostawca usług finansowania społecznościowego świadczył na terytorium innego państwa członkowskiego UE tylko niektóre z usług objętych zezwoleniem, jeśli taka jest jego wola³⁰⁰.

Co istotne, obowiązek wspomnianej wyżej notyfikacji nie musi być realizowany osobno w odniesieniu do każdego państw członkowskich, w których dostawca usług zamierza świadczyć usługi finansowania społecznościowego (tak jak ma to miejsce m.in. w przypadku domów maklerskich planujących działalność poza granicami Rzeczypospolitej Polskiej³⁰¹). Zgłoszenie może zostać dokonane zbiorczo w odniesieniu do wszystkich krajów unijnych. Dostawca usług finansowania społecznościowego, który zamierza prowadzić działalność transgraniczną przedkłada właściwemu organowi (tzw. pojedynczemu punktowi kontaktowemu³⁰²), w którym udzielono mu zezwolenia następujące informacje:

- a) wykaz państw członkowskich, w których zamierza świadczyć usługi finansowania społecznościowego;
- b) dane identyfikacyjne osób fizycznych i prawnych odpowiedzialnych za świadczenie usług finansowania społecznościowego w tych państwach członkowskich;
- c) datę rozpoczęcia zamierzonego świadczenia usług finansowania społecznościowego;

³⁰⁰ Zob. podobnie P. Wajda, komentarz do art. 104 *ustawy o obrocie instrumentami finansowymi* [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*. Wyd. 3, Warszawa 2018, Legalis.

³⁰¹ *Ibidem*.

³⁰² Pojedynczym punktem kontaktowym jest krajowy organ nadzoru wyznaczony na potrzeby transgranicznej współpracy administracyjnej między właściwymi organami, a także z ESMA, zgodnie z art. 29 ust. 2 Rozporządzenia 2020/1503.

- d) wykaz wszelkiej innej działalności prowadzonej przez dostawcę usług finansowania społecznościowego nieobjętej zakresem stosowania Rozporządzenia 2020/1503³⁰³.

Pojedynczy punkt kontaktowy, który został powiadomiony przez dostawcę usług finansowania społecznościowego o woli transgranicznego świadczenia usług w terminie 10 dni roboczych przekazuje właściwym organom państw członkowskich, w których zamierza on świadczyć usługi finansowania społecznościowego oraz ESMA i powiadamia o tym fakcie dostawcę usług finansowania społecznościowego. Rozpoczęcie świadczenia usług w państwie członkowskim innym niż to, którego właściwy organ udzielił zezwolenia może odbyć się najwcześniej w dniu otrzymania informacji zwrotnej od pojedynczego punktu kontaktowego o przekazaniu informacji lub nie później niż 15 dni kalendarzowych od dnia dokonania notyfikacji³⁰⁴. W tym miejscu warto dodać, że procedura paszportyzacji przyjęta na gruncie Rozporządzenia 2020/1503 cechuje się mniejszym formalizmem w porównaniu do analogicznych rozwiązań przyjętych dla innych podmiotów rynku kapitałowego. W szczególności, macierzysty organ nadzoru nie ma prawa sprzeciwu wobec zamiaru świadczenia usług poza granicami Rzeczypospolitej Polskiej, tak jak ma to miejsce w odniesieniu do domów maklerskich na gruncie art. 104 ust. 9 Ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Rozpoczęcie działalności na terytorium innego państwa nie wymaga również otrzymania od dostawcy usług finansowania społecznościowego informacji od organu nadzoru tego państwa wskazującej na warunki prowadzenia tej działalności (por. art. 104 ust. 10 Ustawy o obrocie).

3. Stopień ingerencji w relacje między dostawcą usług finansowania społecznościowego a klientem

Analizując model regulacji określonej formy działalności nie można pominąć kwestii, z jaką intensywnością prawodawca ingeruje w relacje między podmiotem wykonującym tę działalność a jego klientem. Ustalenie zakresu i rodzaju obowiązków nakładanych na

³⁰³ Art. 18 ust. 1 Rozporządzenia 2020/1503.

³⁰⁴ Art. 18 ust. 3 Rozporządzenia 2020/1503.

usługodawcę względem podmiotów, z którymi nawiązuje relacje gospodarcze ma bowiem pierwszoplanowe znaczenie dla oceny, czy przyjęty model zachowuje odpowiednią proporcję między zabezpieczeniem interesów, z jednej strony, uczestników rynku, z drugiej strony, samego przedsiębiorcy. Jak zwracano już uwagę w pierwszym rozdziale niniejszej pracy, crowdfunding inwestycyjny znacząco różni się od pozostałych typów finansowania społecznościowego, w szczególności w zakresie specyficznych kategorii ryzyk, na jakie narażone są osoby finansujące określony projekt. Oprócz istotnej ekspozycji na ryzyko oszustwa oraz ryzyko technologiczne i operacyjne, inwestorzy wspierający dane przedsięwzięcie za pomocą crowdfundingu inwestycyjnego muszą liczyć się także z dużym prawdopodobieństwem utraty całości lub części zainwestowanego kapitału. Istotnym problemem związanym z crowdfundingiem inwestycyjnym był również utrudniony dostęp do pełnych i rzetelnych informacji umożliwiających inwestorowi podjęcie świadomej decyzji o finansowym wsparciu określonego projektu. Brak jasnych i precyzyjnych wytycznych co do zakresu informacji, jaki ma być publikowany w związku z ofertą finansowania społecznościowego niejednokrotnie prowadził do tzw. asymetrii informacyjnej czyli sytuacji, w której inwestorzy wspierający ten sam projekt dysponowali niejednakowym zakresem informacji na temat samego przedsięwzięcia czy podmiotu pozyskującego kapitał. Z tego powodu, Rozporządzenie 2020/1503 przewiduje szereg mechanizmów, które dostawca usług finansowania społecznościowego ma obowiązek wdrożyć w swojej działalności w celu zapewnienia, że inwestor ma świadomość ryzyka związanego z crowdfundingiem zaś przyznany mu dostęp do funkcjonalności platformy będzie adekwatny biorąc pod uwagę jego osobistą sytuację.

3.1. Podział na inwestorów doświadczonych oraz inwestorów niedoświadczonych oraz wynikające z tego konsekwencje

Prawodawca unijny przyjął zasadę, zgodnie z którą poziom ochrony przyznanej inwestorom powinien być zróżnicowany w zależności od ich sytuacji finansowej, wiedzy, umiejętności oraz doświadczenia inwestycyjnego. W rezultacie, zakres obowiązków ciążących na dostawcy usług finansowania społecznościowego względem inwestorów

będzie kształtował się odmiennie, w zależności od przypisania ich do określonej kategorii (tj. inwestor doświadczony oraz inwestor niedoświadczony). Warto zwrócić uwagę, że rozwiązanie przewidujące przyznanie wyższego standardu ochrony podmiotom nieprofesjonalnym nie stanowi *novum* w prawie rynku kapitałowego. Analogiczne kształtuje się m.in. podział klientów firm inwestycyjnych na klientów detalicznych, klientów profesjonalnych i uprawnionych kontrahentów³⁰⁵. Istotą tego podziału jest przyjęcie założenia, że słabszy (mniej doświadczony klient) wymaga od podmiotu profesjonalnego pomocy przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnej, w szczególności w zakresie objaśnienia specyfiki i poziomu ryzyka inwestycyjnego. Wsparcie dostawcy usług finansowania społecznościowego realizowane jest przede wszystkim przez spełnianie szczególnych obowiązków informacyjnych względem inwestorów³⁰⁶.

Zgodnie z definicją zawartą w art. 2 ust. 1 lit. j) Rozporządzenia 2020/1503 pojęcie „inwestor doświadczony” oznacza każdą osobę fizyczną lub prawną, która jest klientem profesjonalnym na podstawie sekcji I pkt 1, 2, 3 lub 4 załącznika II do Dyrektywy 2014/65/EU, lub każdą osobę fizyczną lub prawną, której status inwestora doświadczonego jest potwierdzony przez dostawcę usług finansowania społecznościowego zgodnie z kryteriami i procedurą określonymi w załączniku II do Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/1503. Z powyższego wynika, iż zakwalifikowanie do kategorii inwestora doświadczonego może odbywać się na dwa sposoby

- a) na wniosek inwestora, w razie spełnienia określonych warunków wskazanych w Rozporządzeniu 2020/1503 lub
- b) w razie udokumentowania posiadania statusu klienta profesjonalnego w rozumieniu Dyrektywy 2014/65/EU.

Warunki, o których mowa w pkt a) powyżej zostały przez prawodawcę unijnego opracowane analogicznie do warunków stawianych klientom profesjonalnym w rozumieniu Dyrektywy 2014/65/EU z jednoczesnym dostosowaniem ich do specyfiki

³⁰⁵ Zob. więcej: U. Banaszak – Sroka, *Pojęcie i kryteria klasyfikacji inwestorów* [w:] U. Banaszak – Sroka (red). *Rynek papierów wartościowych inwestorzy instrumenty finansowe i metody ich wyceny*, Warszawa 2016, s. 13-14.

³⁰⁶ M. Fedorowicz, *Komentarz do art. 3a* [w:] T. Sójka (red) *Komentarz do ustawy o obrocie instrumentami finansowymi* [w:] *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, Warszawa 2015, LEX.

crowdfunding, w szczególności stosownym obniżeniem przewidzianych progów. I tak, za inwestorów doświadczonych w rozumieniu Rozporządzenia 2020/1503 mogą zostać uznane:

- a) osoby prawne spełniające co najmniej jedno z następujących kryteriów:
 - i. środki własne w wysokości co najmniej 100 000 EUR;
 - ii. obroty netto w wysokości co najmniej 2 000 000 EUR;
 - iii. suma bilansowa w wysokości co najmniej 1 000 000 EUR;
- b) osoby fizyczne spełniające co najmniej dwa z następujących kryteriów:
 - i. dochód osobisty brutto w wysokości co najmniej 60 000 EUR na rok podatkowy lub portfel instrumentów finansowych, określony jako obejmujący depozyty środków pieniężnych i aktywa finansowe, o wartości przekraczającej 100 000 EUR
 - ii. inwestor pracuje lub pracował w sektorze finansowym przez co najmniej rok, prowadząc działalność profesjonalną, która wymaga wiedzy dotyczącej planowanych transakcji lub usług, lub inwestor zajmował przez co najmniej 12 miesięcy stanowisko kierownicze w osobie prawnej, o której mowa w pkt a)
 - iii. w okresie poprzedzających czterech kwartałów inwestor zawierał transakcje o znaczącej wielkości na rynkach kapitałowych z przeciętną częstotliwością 10 transakcji na kwartał³⁰⁷.

Dostawcy usług finansowania społecznościowego mają obowiązek udostępnić inwestorom wzór wniosku o zaliczenie do kategorii inwestorów doświadczonych. Wzór ten powinien zawierać wyżej wymienione kryteria identyfikacji oraz wyraźne ostrzeżenie określające szczegółowo ochronę inwestorów, jaką utraci inwestor doświadczony w wyniku zaliczenia go do tej kategorii. Dostawca usług finansowania społecznościowego ma możliwość odrzucenia wniosku, w wypadku, gdy istnieją uzasadnione wątpliwości co do tego, czy informacje podane we wniosku są prawidłowe. O potwierdzeniu nadania statutu inwestora doświadczonego należy niezwłocznie zawiadomić składającego wniosek³⁰⁸. Co istotne, uzyskany przez wnioskodawcę status

³⁰⁷ Załącznik II do Rozporządzenia 2020/1503.

³⁰⁸ *Ibidem*.

inwestora doświadczonego zachowuje ważność przez dwa lata – po upływie tego okresu konieczne jest złożenie nowego wniosku. Rozporządzenie 2020/1503 nie precyzuje natomiast, w jaki sposób inwestor powinien udowodnić posiadanie statutu klienta profesjonalnego w rozumieniu Dyrektywy 2014/65/EU. W praktyce będzie to najczęściej kopia pisemnej informacji o nadaniu kategorii klienta profesjonalnego sporządzona przez firmę inwestycyjną, która dokonała takiej klasyfikacji. Jeśli inwestor nie wystąpi z wnioskiem o nadanie mu kategorii inwestora doświadczonego (lub jego wniosek zostanie odrzucony) ani nie przedstawi dowodu na posiadanie kategorii klienta profesjonalnego, zostanie przez dostawcę usług finansowania społecznościowego zaliczony do kategorii inwestorów niedoświadczonych. Rozporządzenie 2020/1503 nie przyznaje dostawcy usług finansowania społecznościowego uprawnienia do traktowania inwestorów niedoświadczonych jak inwestorów doświadczonych, wyłącznie na ich żądanie, nawet pod warunkiem złożenia wyraźnego oświadczenia woli w tym zakresie i potwierdzeniu zrozumienia konsekwencji związanych z utratą statusu klienta niedoświadczonego. Inwestor niedoświadczony nie ma również możliwości udokumentowania posiadania wiedzy i doświadczenia pozwalającego na podejmowanie właściwych decyzji inwestycyjnych, jak również na właściwą ocenę ryzyka związanego z tymi decyzjami – a tym samym wnioskowanie o zaliczenie go do kategorii inwestorów doświadczonych w sposób inny niż wskazany w Załączniku II do Rozporządzenia 2020/1503.

Przyporządkowanie inwestora do określonej kategorii (tj. inwestora doświadczonego lub inwestora niedoświadczonego) ma doniosłe konsekwencje dla zasad korzystania przez niego z platformy. W szczególności katalog obowiązków informacyjnych nałożonych na dostawcę usług finansowania społecznościowego jest istotnie szerszy względem inwestorów niedoświadczonych niż inwestorów doświadczonych. Status inwestora niedoświadczonego co do zasady nie ogranicza dostępu do określonych funkcjonalności platformy czy też nie nakłada określonych limitów inwestycyjnych, jednak wiąże się z koniecznością potwierdzenia przez inwestora akceptacji i zrozumienia ryzyka i konsekwencji ulokowania środków pieniężnych.

Do podstawowych obowiązków nałożonych na dostawców usług finansowania społecznościowego względem inwestorów niedoświadczonych należy zaliczyć:

- d) przeprowadzenie wstępnego testu wiedzy;

- e) umożliwienie inwestorom niedoświadczonym przeprowadzenia symulacji zdolności do ponoszenia strat;
- f) poinformowanie o czasie do namysłu.

3.1.1. Wstępny test wiedzy

Zasadniczym celem wstępnego testu wiedzy jest dokonanie przez dostawcę usług finansowania społecznościowego oceny, czy i które oferowane usługi finansowania społecznościowego są odpowiednie dla danych inwestorów. W tym celu dostawcy usług finansowania społecznościowego powinni zwrócić się do potencjalnych inwestorów niedoświadczonych z prośbą o wypełnienie formularza zawierającego informacje o celach inwestycyjnych, sytuacji finansowej i podstawowym zrozumieniu ryzyka związanego z inwestowaniem w ogóle oraz z inwestowaniem w rodzaje inwestycji oferowanych na platformie finansowania społecznościowego³⁰⁹. Ocena powinna skupiać się przede wszystkim na informacjach dotyczących:

- a) wcześniejszych inwestycji potencjalnego inwestora niedoświadczonego w zbywalne papiery wartościowe lub wcześniejszego nabywania instrumentów dopuszczonych na potrzeby finansowania społecznościowego lub pożyczek, w tym w przedsięwzięcia gospodarcze na wczesnym etapie rozwoju lub na etapie rozszerzania działalności;
- b) zrozumienia przez potencjalnego inwestora niedoświadczonego ryzyk związanych z udzielaniem pożyczek, inwestowaniem w zbywalne papiery wartościowe lub nabywaniem instrumentów dopuszczonych na potrzeby finansowania społecznościowego za pośrednictwem platformy finansowania społecznościowego, oraz dotyczących doświadczenia zawodowego w odniesieniu do inwestycji w zakresie finansowania społecznościowego.

Ocena odbywa się zawsze przed udzieleniem pełnego dostępu do inwestowania w projekty dostępne na danej platformie.

Wstępny test wiedzy przypomina swoją istotą ocenę odpowiedniości lub adekwatności instrumentów finansowych, dokonywaną przez firmy inwestycyjne na

³⁰⁹Art. 21 ust. 2 Rozporządzenia 2020/1503.

podstawie art. 25 Dyrektywy 2014/65/EU, i kształtuje tzw. zasadę „poznaj swojego klienta” (ang. *Know your customer*³¹⁰). Istotę tej zasady w praktyce firm inwestycyjnych trafnie skonstatował K. Zacharzewski, wskazując, że „*obowiązek skrupulatnego respektowania przez firmy inwestycyjne zasady „poznaj swojego klienta” wiąże się ze spoczywającym na firmach inwestycyjnych obowiązkiem ochrony klienta przed nim samym. Jest bowiem rzeczą jasną całkowita prawdziwość założenia, że klienci firm inwestycyjnych nie znają się na sprawach finansowych w stopniu pozwalającym przynajmniej na świadome rozeznanie wszystkich skutków dokonanej czynności prawnej (...) Nie chodzi tutaj bynajmniej o to, aby firma inwestycyjna chroniła klientelę przed skutkami gospodarczego (rynkowego) ryzyka uczestniczenia w stosunkach rynku kapitałowego i ponoszeniem strat (co przecież na rynku zdarza się zawsze, tylko nie wiadomo kiedy). Chodzi zaś o to, żeby firma inwestycyjna chroniła klientelę przed korzystaniem z takich „produktów finansowych”, które są źródłem ryzyka nieakceptowanego przez klienta ze względu na jego zdolności intelektualnej percepcji tego, co się wokół niego dzieje*³¹¹.” W zasadzie „poznaj swojego klienta” chodzi zatem o ustalenie *in concreto* zakresu percepcji przez klienta wszystkich skutków dokonanej inwestycji.

Podkreślić należy, że negatywny wynik wstępnego testu wiedzy nie uniemożliwia potencjalnemu inwestorowi ulokowania swoich środków za pośrednictwem platformy finansowania społecznościowego. Jak stanowi bowiem wprost art. 21 ust. 4 Rozporządzenia 2020/1503, w przypadku, gdy potencjalny inwestor nie udzieli informacji wskazanych we wstępnym teście wiedzy lub z przekazanych przez niego informacji będzie wynikać, że nie posiada wystarczającej wiedzy, umiejętności i doświadczenia, dostawca usług finansowania społecznościowego ma obowiązek poinformować go o tym, że usługi oferowane na platformie mogą być dla niego

³¹⁰ Zasadę *know your customer* dokonywaną na gruncie Rozporządzenia 2020/1503 wyraźnie odróżnić należy od określonej tak samo procedury weryfikacji i identyfikacji klienta dokonywanej na gruncie przepisów związanych z przeciwdziałaniem praniu pieniędzy oraz finansowaniu terroryzmu, w tym na podstawie art. 13 ust. 1 lit. a Dyrektywy 2015/849), zob. J. Zdziarstek, J. Januszkiewicz, 2.2.1. *Polityka „poznaj swojego klienta”* [w:] B. Jagura, B. Makowicz (red), *Systemy zarządzania zgodnością. Compliance w praktyce*, Warszawa 2020, LEX.

³¹¹ K. Zacharzewski, *Komentarz do art. 83g* [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi. Komentarz*. Wyd. 3, Warszawa 2018, Legalis.

nieodpowiednie oraz przekazać mu ostrzeżenie o ryzyku utraty całości zainwestowanych środków pieniężnych. Otrzymanie ostrzeżenia o ryzyku musi być wyraźnie potwierdzone przez inwestora. Rozporządzenie 2020/1503 wymaga, aby dostawcy usług finansowania społecznościowego dokonywali przeglądu oceny w odniesieniu do każdego inwestora niedoświadczonego co dwa lata po pierwszej ocenie³¹².

3.1.2. Symulacja zdolności do ponoszenia strat

Innym mechanizmem ochrony inwestorów niedoświadczonych związanym z oceną odpowiedniości usług oferowanych na platformie finansowania społecznościowego jest konieczność przeprowadzenia przez potencjalnych inwestorów niedoświadczonych symulacji ich zdolności do ponoszenia strat. Zdolność do ponoszenia strat obliczona jest jako 10 % wartości majątku netto potencjalnego inwestora niedoświadczonego, w oparciu o następujące informacje:

- a) regularny dochód i całkowity dochód oraz to, czy dochód ten jest uzyskiwany stale czy czasowo;
- b) aktywa, w tym inwestycje finansowe i wszelkie depozyty pieniężne, lecz z wyłączeniem majątku osobistego i inwestycyjnego oraz funduszy emerytalnych;
- c) zobowiązania finansowe, łącznie z zobowiązaniami regularnymi, istniejącymi lub przyszłymi.

Przeprowadzenie symulacji zdolności do ponoszenia strat ma służyć zapewnieniu, że zanim inwestor niedoświadczony przyjmie ofertę finansowania społecznego, inwestując tym samym kwotę przekraczającą 1 000 EUR albo 5 % wartości jego majątku netto – w zależności od tego, która z tych kwot jest wyższa – dostawca usług finansowania społecznościowego każdorazowo przekaże temu inwestorowi niedoświadczonemu ostrzeżenie o ryzyku z tym związanym oraz odbierze od niego wyraźną zgodę na dokonanie inwestycji oraz potwierdzenie, że inwestor niedoświadczony rozumie daną inwestycję i związane z nią ryzyko³¹³.

³¹² Art. 21 ust. 3 Rozporządzenia 2020/1503.

³¹³ Wyniki wstępnego testu wiedzy, opisanego w pkt 5.1.1. niniejszej rozprawy mogą być wykorzystane jako potwierdzenie, że inwestor niedoświadczony rozumie inwestycję i związane z nią ryzyko (zob. art. 21 ust. 7 *in fine* Rozporządzenia 2020/1503).

Celem wskazanych wyżej rozwiązań jest zapewnienie, by inwestor nie ulokował kapitału powyżej sumy, którą może stracić bez istotnego uszczerbku dla swojego majątku. O ile motywacje prawodawcy unijnego można uznać za uzasadnione, o tyle realizacja tego celu wzbudza poważne wątpliwości. Pierwszy problem jaki pojawia się na tym tle, to możliwość wiarygodnej oceny rzeczywistej wartości netto majątku inwestora. Przeprowadzenie symulacji dokonywane jest przez samego inwestora na podstawie samodzielnie wskazanych przez niego informacji. Z Regulacyjnych Standardów Technicznych opracowanych przez ESMA³¹⁴ można wyinterpretować, że realizacja obowiązku przeprowadzenia symulacji zdolności do ponoszenia strat powinna polegać na udostępnieniu inwestorom narzędzia do samodzielnej kalkulacji zawierającego odpowiednie formularze do uzupełnienia właściwymi danymi wraz ze stosowną instrukcją. Inwestor może dokonać symulacji także samodzielnie, poza platformą³¹⁵. Dostawca usług finansowania społecznościowego nie tylko nie ma możliwości zweryfikowania prawdziwości tych danych, ale także nie wchodzi w ogóle w ich posiadanie. W konsekwencji, rzetelność - a co za tym idzie – celowość takiej symulacji zależy wyłącznie od zachowania inwestora, który w żaden sposób nie jest zobligowany do wprowadzania danych zgodnych z rzeczywistym stanem rzeczy.

3.1.3. Okres namysłu

Okres namysłu to czas, w którym inwestor niedoświadczony może wycofać ofertę inwestycyjną lub oświadczenie o wyrażeniu zainteresowania konkretną ofertą finansowania społecznościowego w dowolnym momencie, bez podawania powodu i bez ponoszenia kary. Okres namysłu rozpoczyna się w momencie złożenia przez potencjalnego inwestora niedoświadczonego oferty inwestycyjnej lub oświadczenia o wyrażeniu zainteresowania i wygasa po czterech dniach kalendarzowych³¹⁶. Sposób

³¹⁴ ESMA Final Report. Draft Technical Standards under the European crowdfunding service providers for business Regulation, 10 November 2021 | ESMA35-42-1183, s. 125. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-42-1183_final_report_-_ecspr_technical_standards.pdf [dostęp: 31.03.2023 r.].

³¹⁵ Ibidem.

³¹⁶ Art. 22 ust. 3 Rozporządzenia 2020/1503.

odwoływania oferty inwestycyjnej lub oświadczenia o wyrażeniu nią zainteresowania powinien być taki sam jak sposób, w jaki dany potencjalny inwestor niedoświadczony ma możliwość złożenia oferty inwestycyjnej lub wyrażenia zainteresowania ofertą finansowania społecznościowego. Innymi słowy, zabronione jest, aby procedura wycofania oferty inwestycyjnej lub oświadczenia o wyrażeniu zainteresowania nią była obwarowana dodatkowymi formalnościami lub przybierała bardziej skomplikowaną formę (np. wyłącznie oświadczenie w formie pisemnej przesłane na adres dostawcy usług finansowania społecznościowego).

W celu realizacji powyższego obowiązku dostawca usług finansowania społecznościowego jest zobligowany prowadzić dokumentację otrzymanych ofert inwestycyjnych oraz oświadczeń o wyrażeniu zainteresowania, wraz ze wskazaniem momentu ich otrzymania. Każdorazowo, gdy inwestor niedoświadczony składa ofertę finansowania społecznościowego lub wyraża zainteresowanie taką ofertą, dostawca zobligowany jest udostępnić mu informację o okresie namysłu.

Okres namysłu ma chronić inwestorów niedoświadczonych przed podejmowaniem zbyt pochopnych decyzji, pod wpływem czynników które mogą zniekształcać ich normalne zachowania (np. zawieranie umowy na odległość, intensywny marketing projektu, prawdopodobieństwo wysokiego zwrotu z inwestycji). Innymi słowy, okres namysłu jest dodatkowym zabezpieczeniem służącym zapewnieniu, że decyzja inwestycyjna dotycząca oferty finansowania społecznościowego została podjęta w sposób świadomy i przemyślany. Pod tym kątem mechanizm ten zbliża się nieco swoją istotą do ugruntowanego już w wielu porządkach prawnych konsumenckiego prawa odstąpienia od umowy w czasie do namysłu (łac. *tempus ad deliberandum*, ang. *cooling – off period*, fr. *le delai de reflexion*³¹⁷). Umożliwienie stronie odstąpienia od umowy w krótkim czasie po jej zawarciu ma służyć zapewnieniu równowagi kontraktowej, pomiędzy klientem (jako podmiotem znajdującym się w słabszej pozycji) a profesjonalistą³¹⁸. Okres, w którym możliwe jest odstąpienie od umowy pozwala bowiem na chłodną analizę potencjalnych korzyści i ryzyk związanych z zawieraną umową w

³¹⁷ Por. np. P. Kukuryk, *Uwagi o zmianach w konsumenckim prawie odstąpienia od umowy zawartej w okolicznościach nietypowych wprowadzonych dyrektywą 2019/2161*, „Monitor Prawniczy” 10/2020, Legalis.

³¹⁸ *Ibidem*.

warunkach pozbawionych presji psychologicznej. W literaturze wskazuje się nawet, że okres namysłu po zawarciu umowy traktować można jako przejaw realizacji zasady *pacta sunt servanda* w znaczeniu materialnym, bowiem chroni stronę przed koniecznością dotrzymywania umowy zawartej na podstawie nierzeczywistego zamiaru³¹⁹. O ile zasadniczy cel obu mechanizmów jest tożsamy (zapewnienie by zawarta umowa odzwierciedlała rzeczywisty zamiar stron, wyrażony w warunkach pozbawionych presji psychologicznej), o tyle sposób realizacji tego celu znacząco różni się. W przypadku konsumenckiego prawa do odstąpienia, dochodzi do zawarcia umowy między stronami. Dopiero w następstwie określonych czynności podjętych przez konsumenta (tj. złożenia oświadczenia o woli odstąpienia do umowy) obligacyjny stosunek prawny łączący obie strony wygasa. Z kolei okres namysłu uregulowany na gruncie Rozporządzenia 2020/1503 uzależnia zawarcie umowy od bezskutecznego upływu terminu przewidzianego na wycofanie oferty inwestycyjnej lub oświadczenia o wyrażeniu zainteresowania ofertą. Świadczy o tym w szczególności fragment motywu 47 do Rozporządzenia 2020/1503, zgodnie z którym *„Dostawcy usług finansowania społecznościowego powinni zapewniać, aby żadne pieniądze nie zostały pobrane od inwestora ani przekazane właścicielowi projektu przed wygaśnięciem okresu namysłu”*.

3.2. Arkusz kluczowych informacji inwestycyjnych

Rozporządzenie 2020/1503 przywiązuje szczególną wagę do zapewnienia, by użytkownicy platform crowdfundingowych przed podjęciem decyzji inwestycyjnej mieli dostęp do pełnych i rzetelnych informacji na temat oferty finansowania społecznościowego oraz podmiotu, który ubiega się o finansowanie. W tym celu dostawcy usług finansowania społecznościowego mają obowiązek przekazać każdemu inwestorowi, niezależnie od przyznanej kategorii, arkusz kluczowych informacji inwestycyjnych, czyli dokument sporządzony przez właściciela projektu w odniesieniu do każdej oferty finansowania społecznościowego, zawierający podsumowanie

³¹⁹C.-W. Canaris, *Wandlungen des Schuldvertragsrechts, Tendenzen zu seiner 'Materialisierung'*, Archiv für die civilistische Praxis Nr 200/2000, s. 344.

najistotniejszych informacji. Arkusz kluczowych informacji inwestycyjnych ma charakter wystandaryzowany – przepisy prawne określają precyzyjnie nie tylko jego zakres treściowy, ale także sposób prezentacji określonych informacji³²⁰. W przypadku crowdfundingu inwestycyjnego arkusz kluczowych informacji inwestycyjnych powinien składać się z siedmiu głównych części zawierających informacje na temat:

- a) właściciela projektu oraz projektu opartego na finansowaniu społecznościowym;
- b) głównych cech procesu finansowania społecznościowego oraz warunków pozyskania kapitału;
- c) czynników ryzyka;
- d) ofert zbywalnych papierów wartościowych oraz instrumentów dopuszczonych na potrzeby finansowania społecznościowego;
- e) wykorzystywanych spółek celowych;
- f) praw inwestorów;
- g) opłat oraz mechanizmów dochodzenia roszczeń.

Załącznik I do rozporządzenia 2002/1503 precyzyjnie wskazuje elementy, jakie mają zostać wskazane w każdej z wyżej wymienionych części. Oprócz powyższych informacji, każdy arkusz kluczowych informacji inwestycyjnych powinien zawierać również ostrzeżenie o ryzyku oraz wyraźne wskazanie, że oferta finansowania społecznościowego nie została zweryfikowana ani zatwierdzona przez właściwe organy krajowe ani ESMA.

Wymaga się, aby informacje zawarte w arkuszu kluczowych informacji inwestycyjnych przedstawione były w zwięzły i łatwy do odczytania sposób tj. umożliwiający pełne zrozumienie treści przez potencjalnych odbiorców, w tym także inwestorów niedoświadczonych. Język użyty w arkuszu powinien być jasny i niebudzący wątpliwości – właściciele projektów sporządzający dokument powinni tym samym unikać, w miarę możliwości, specjalistycznych lub technicznych terminów.

Mimo, że samo sporządzenie arkusza kluczowych informacji inwestycyjnych jest obowiązkiem właściciela projektu i to on ponosi odpowiedzialność za informacje w nim

³²⁰ Dla przykładu, arkusz kluczowych informacji inwestycyjnych w wersji papierowej powinien składać się maksymalnie z sześciu stron formatu A4. Zob. art. 23 ust. 7 Rozporządzenia 2020/1503.

przekazane³²¹, dostawca usług finansowania społecznościowego również odgrywa istotną rolę w tej kwestii. W szczególności, dostawca zobligowany jest dokonać weryfikacji kompletności, prawidłowości i jasności informacji zawartych w arkuszu. W razie zidentyfikowania określonych nieprawidłowości w treści dokumentu, dostawca usług finansowania społecznościowego powinien zasygnalizować ten fakt właścicielowi projektu i inwestorom, którzy złożyli ofertę inwestycyjną lub wyrazili zainteresowanie ofertą finansowania społecznościowego. W przypadku, gdy właściciel projektu nie wyeliminował stwierdzonych nieprawidłowości w stosownym czasie, dostawca zobligowany jest odwołać ofertę³²². Dostawca ma również obowiązek zapewnić, aby właściciel projektu powiadamiał go o każdej zmianie informacji i na bieżąco aktualizować arkusz kluczowych informacji inwestycyjnych przez cały czas obowiązywania oferty finansowania społecznościowego i niezwłocznie informować inwestorów, którzy złożyli ofertę inwestycyjną lub wyrazili zainteresowanie ofertą finansowania społecznościowego o wszelkich istotnych zmianach. W tym kontekście dostawca usług finansowania społecznościowego staje się niejako gwarantem aktualności i rzetelności danych ujętych w arkuszu kluczowych informacji inwestycyjnych, a jego rola nie ogranicza się wyłącznie do bezrefleksyjnego udostępnienia dokumentu opracowanego przez właściciela projektu. W razie niedopełnienia swoich obowiązków w tym zakresie, dostawca może zostać pociągnięty do odpowiedzialności administracyjnej, zgodnie z mającym zastosowanie prawem krajowym, przyjętym na podstawie art. 39 ust. 1 pkt a Rozporządzenia 2020/1503.

Wprowadzenie obowiązku sporządzenia arkusza kluczowych informacji inwestycyjnych w odniesieniu do każdej oferty finansowania społecznościowego należy ocenić bardzo pozytywnie. Udostępnienie inwestorom dokumentu informacyjnego o ujednoliconym formacie z całą pewnością nie tylko przyczyni się do wyeliminowania

³²¹Zgodnie z art. 23 ust. 9 Rozporządzenia 2020/1503 „Państwa członkowskie zapewniają odpowiedzialność co najmniej właściciela projektu lub jego organów administracyjnych, zarządzających lub nadzorczych za informacje podane w arkuszu kluczowych informacji inwestycyjnych. Odpowiedzialni za arkusz kluczowych informacji inwestycyjnych muszą być wyraźnie wskazani w tym arkuszu z imienia, nazwiska oraz funkcji, w przypadku osób fizycznych, albo z firmy (nazwy) i siedzib statutowych, w przypadku osób prawnych; muszą być również przedstawione ich oświadczenia, że według ich najlepszej wiedzy informacje zawarte w arkuszu kluczowych informacji inwestycyjnych są zgodne ze stanem faktycznym i że arkusz ten nie pomija niczego, co mogłoby wpływać na jego znaczenie.”

³²² Zob. art. 23 ust. 12 Rozporządzenia 2020/1503.

tw. asymetrii informacyjnej ale również znacząco ułatwi inwestorom analizę i porównanie parametrów konkretnych ofert finansowania społecznościowego. Warto w tym kontekście nadmienić, że struktura arkusza kluczowych informacji inwestycyjnych przypomina strukturę dokumentu zawierającego kluczowe informacje (ang. *key information document, KID*), o którym mowa w Rozporządzeniu 1286/2014³²³. Dokument zawierający kluczowe informacje sporządzany jest dla każdego detalicznego produktu zbiorowego inwestowania i ubezpieczeniowego produktu inwestycyjnego³²⁴. Do tej kategorii zalicza się szereg powszechnie wykorzystywanych instrumentów finansowych m.in. tytuły uczestnictwa w instytucjach zbiorowego inwestowania (funduszach inwestycyjnych), opcje czy kontakty terminowe. Dzięki wprowadzeniu obowiązku sporządzania arkusza kluczowych informacji inwestycyjnych, użytkownicy platform crowdfundingowych będą mieli możliwość łatwego porównania oferty finansowania społecznościowego także z innymi produktami inwestycyjnymi dostępnymi na rynku.

3.3.Odpowiednia redakcja komunikatów marketingowych

W celu zabezpieczenia praw inwestorów, przepisy Rozporządzenia 2020/1503 kładą również szczególny nacisk na właściwą redakcję oraz formę komunikatów marketingowych. O randze powyższego zagadnienia może świadczyć fakt, że poświęcono mu odrębny rozdział w akcie prawnym³²⁵. Dążąc do zapewnienia jak najdalej idącej transparentności i przejrzystości, wymaga się w pierwszej kolejności, aby wszystkie komunikaty marketingowe dotyczące usług dostawców usług finansowania społecznościowego (w tym także zlecane osobom trzecim na zasadzie outsourcingu) można było jako takie jednoznacznie zidentyfikować³²⁶. Innymi słowy, materiały reklamowe dotyczące dostawcy usług finansowania społecznościowego, prowadzonej

³²³ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1286/2014 z dnia 26 listopada 2014 r. w sprawie dokumentów zawierających kluczowe informacje, dotyczących detalicznych produktów zbiorowego inwestowania i ubezpieczeniowych produktów inwestycyjnych (PRIIP) (*OJ L 352, 9.12.2014, p. 1–23*), dalej: „Rozporządzenie 1286/2014”.

³²⁴ Zob. art. 5 Rozporządzenia 1286/2014.

³²⁵ Zob. Rozdział V Komunikaty marketingowe Rozporządzenia 2020/1503.

³²⁶ Art. 27 ust. 1 Rozporządzenia 2020/1503.

przez niego platformy czy ofert przedstawianych za pośrednictwem tej platformy nie powinny sprawiać wrażenia obiektywnej informacji. Zakazana jest przy tym również tzw. reklama ukryta rozumiana jako pozornie neutralne wpisy chwálące określoną ofertę czy inspirowane materiały prasowe niezawierające wyraźnego wskazania o sponsorowanym charakterze. Informacje zawarte w komunikatach marketingowych muszą być ponadto rzetelne, jasne i niewprowadzające w błąd oraz pozostawać spójne z informacjami zawartymi w arkuszu kluczowych informacji inwestycyjnych. Prawodawca unijny stara się zachować jednak równowagę między ochroną interesów inwestorów i dostawców usług finansowania społecznościowego – zgodnie z art. 27 ust. 5 Rozporządzenia 2020/1503 właściwe organy nie mogą wymagać zgłaszania i zatwierdzania komunikatów marketingowych *ex ante*. Biorąc pod uwagę specyfikę dostawców usług finansowania społecznościowego, w szczególności fakt, że przeważająca część ich działalności odbywa się za pośrednictwem Internetu, zakaz ten jest w pełni uzasadniony, a rozwiązanie przeciwne mogłoby doprowadzić do paraliżu podstawowych działań operacyjnych.

3.4. Obowiązek równego traktowania poszczególnych właścicieli projektów i ofert finansowania społecznościowego

Przepisy Rozporządzenia 2020/1503 stawiają również wymóg równego i niedyskryminującego traktowania poszczególnych właścicieli projektów lub ofert finansowania społecznościowego ogłaszanych na platformie. Zakazane jest faworyzujące (tj. nieproporcjonalnie ukierunkowane) wyróżnianie i reklamowanie zaplanowanych, oczekujących lub bieżących ofert finansowania społecznościowego, zaś wybór projektów dopuszczonych do finansowania na platformie powinien przebiegać w sposób profesjonalny, rzetelny i przejrzysty³²⁷, zgodnie z opracowaną w tym celu wewnętrzną procedurą określającą stosowaną metodologię i kryteria brane pod uwagę przy ocenie projektów. Przepisy nie narzucają w tej kwestii konkretnych rozwiązań, zaś dostawca usług finansowania społecznościowego dysponuje dużym zakresem swobody przy

³²⁷ Zob. motyw 18 do Rozporządzenia 2020/1503.

określaniu jakie parametry będą przedmiotem ewaluacji w procesie wyboru projektów, kto będzie odpowiedzialny za podejmowanie decyzji w tym zakresie oraz jak pod kątem organizacyjno-technicznym przebiegać będzie cała procedura. Nie chodzi bowiem o ograniczenie prawa do decydowania o kluczowych kwestiach biznesowych (tj. określania docelowej grupy klientów), lecz zapewnienie, że dostawca usług finansowania społecznościowego wykazał się choć minimalnym poziomem należytej staranności weryfikując projekt przed dopuszczeniem go do finansowania za pośrednictwem platformy. Rozwiązanie ma również przeciwdziałać stronnictwu lub arbitralnemu decydowaniu o wyborze projektów prezentowanych na platformie.

4. Zasady odpowiedzialności cywilnej za szkody wyrządzone w ramach świadczenia usług crowdfundingu inwestycyjnego

Jednym z nadrzędnych celów uchwalenia ram prawnych dla crowdfundingu inwestycyjnego było zapewnienie ochrony „słabszym” uczestnikom rynku finansowania społecznościowego za jakich uważani są inwestorzy. Rozporządzenie 2020/1503 zawiera szereg przepisów chroniących uczestników rynku przed ewentualnymi negatywnymi skutkami korzystania z usług finansowania społecznościowego, w tym również wyznacza podstawowe zasady w zakresie dochodzenia roszczeń przez inwestorów. Zagadnienie to należy rozpatrywać dwupłaszczyznowo. Użytkownik platformy crowdfundingowej, który zdecydował się wesprzeć finansowo określony projekt nawiązuje bowiem dwa odrębne stosunki prawne – z właścicielem projektu, którego papiery wartościowe lub instrumenty dopuszczone na potrzeby finansowania społecznościowego zamierza objąć oraz z dostawcą usług finansowania społecznościowego, który umożliwił mu skojarzenie z tym właścicielem projektu. Podobnie sytuacja przedstawia się z punktu widzenia właściciela projektu, który również z formalnego punktu widzenia jest klientem dostawcy

usług finansowania społecznościowego³²⁸. Zasady odpowiedzialności za szkodę wyrządzoną podczas świadczenia usług crowdfundingu inwestycyjnego będą więc kształtować się odmiennie w zależności od tego, czy dotyczą relacji między dostawcą usług finansowania społecznościowego a jego klientem, czy inwestorem a właścicielem projektu.

4.1. Odpowiedzialność dostawców usług finansowania społecznościowego względem klientów

Nie ma wątpliwości, że przepisy Rozporządzenia 2020/1503 mają co do zasady publicznoprawny charakter. Nakładają one bowiem na dostawców usług finansowania społecznościowego szereg szczególnych obowiązków prawnych, do przestrzegania których są oni zobligowani niezależnie od relacji umownej łączącej ich z klientami. Co więcej, ich intencją nie jest wyłącznie zapewnienie odpowiedniego standardu ochrony inwestorów i „wyrównanie” ich pozycji w relacji z podmiotem profesjonalnym, ale także szeroko pojęty interes publiczny³²⁹, w ramach którego wyróżnić można zapewnienie stabilności rynku finansowego czy stymulowanie rozwoju konkurencyjności Unii Europejskiej na tle innych gospodarek światowych. Powyższe nie powinno bynajmniej wykluczać podwójnej tj. „publiczno-prywatnej” natury określonej normy Rozporządzenia 2020/1503. Pogląd akceptujący dualistyczny – zarówno prywatnoprawny i publicznoprawny – charakter niektórych przepisów prawa rynku finansowego jest zresztą prezentowany m.in. w doktrynie polskiej³³⁰, niemieckiej³³¹ i

³²⁸ Zgodnie z definicją zawartą w art. 2 ust. 1 lit. g Rozporządzenia 2020/1503 pojęcie „klient” oznacza „każdego potencjalnego lub faktycznego inwestora lub właściciela projektu, na rzecz których dostawca usług finansowania społecznościowego świadczy lub zamierza świadczyć usługi finansowania społecznościowego”.

³²⁹ Podobnie T. Sójka o charakterze norm wynikających z dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylająca dyrektywę Rady 93/22/EWG, zob. T. Sójka, *Odpowiedzialność cywilna zarządzającego portfelem instrumentów finansowych*, „Ruch prawniczy, ekonomiczny i socjologiczny, Rok LXXIX, zeszyt 1/2017, s. 106 i n.

³³⁰ T. Sójka, *Cywilnoprawna ochrona inwestorów korzystających z usług maklerskich na rynku kapitałowym*, Warszawa 2016 s. 37.

³³¹ T.M.J. Möllers (w:) H. Hirte, T.M.J. Möllers (red.), *Kölner Kommentar zum WpHG*, Köln–Berlin–München 2007, s. 1276. za T. Sójka, *Cywilnoprawna ochrona inwestorów*, op.cit., s. 37.

włoskiej³³². Za przyjęciem tego stanowiska również względem Rozporządzenia 2020/1503 przemawia przede wszystkim to, że istotna część jego przepisów normuje relację pomiędzy usługodawcą (dostawcą usług finansowania społecznościowego), a jego klientem (inwestorem lub właścicielem projektu), która jednocześnie jest przedmiotem stosunków cywilnoprawnych. W konsekwencji, zasadne wydaje się przyjęcie stanowiska, że naruszenie przez dostawcę usług finansowania społecznościowego publicznoprawnych norm Rozporządzenia 2020/1503 może stanowić podstawę odpowiedzialności nie tylko administracyjnoprawnej, ale również cywilnoprawnej (deliktowej lub kontraktowej) wobec klientów - użytkowników platformy. Szczegółowe zasady w tym zakresie określać będą właściwe przepisy prawa cywilnego ustalone zgodnie z mającymi zastosowanie normami kolizyjnymi³³³. I tak, przykładem przepisu, którego naruszenie przez dostawcę usług finansowania społecznościowego skutkować może odpowiedzialnością odszkodowawczą względem inwestora może być art. 23 ust. 13 nakładający obowiązek wyraźnego doradzenia potencjalnemu inwestorowi powstrzymanie się od dokonania inwestycji, w sytuacji w której dostawca usług finansowania społecznościowego nie zapewni żądanego przez potencjalnego inwestora tłumaczenia arkusza kluczowych informacji inwestycyjnych. Mimo, że Rozporządzenie 2020/1503 nie przewiduje wprost odpowiedzialności cywilnej dostawcy za niedopełnienie tego obowiązku, nie ma wątpliwości, że zachowanie niezgodne z art. 23 ust. 13 może potencjalnie doprowadzić do wyrządzenia szkody w majątku inwestora³³⁴. Podobne podejście należy przyjąć rozpatrując odpowiedzialność dostawcy usług finansowania społecznościowego względem właściciela projektu. Niezależnie bowiem od tego, że zdecydowana większość przepisów Rozporządzenia 2020/1503 koncentruje się na zapewnieniu odpowiedniego zabezpieczenia praw inwestorów, interes właścicieli

³³² D. Busch, D.A. De Mott (red.), *Liability of Asset Managers*, Oxford 2012, s. 538, za T. Sójka, *Cywilnoprawna ochrona inwestorów*, *op.cit.*, s. 37.

³³³ Prawo właściwe dla zobowiązania umownego określa rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (WE) nr 593/2008 z dnia 17 czerwca 2008 r. w sprawie prawa właściwego dla zobowiązań umownych (Rzym I) (Dz. Urz. UE L 177 z 04.07.2008 r., str. 6), zaś prawo właściwe dla zobowiązania pozaumownego określa Rozporządzenie (WE) nr 864/2007 Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 11 lipca 2007 r. dotyczące prawa właściwego dla zobowiązań pozaumownych (Rzym II), (Dz. Urz. UE L 177 z 31.7.2007, sp. 40–49).

³³⁴ Rzecz jasna, obowiązkiem inwestora będzie w takiej sytuacji wykazanie przesłanek odpowiedzialności cywilnej, zgodnie z mającymi zastosowanie przepisami.

projektów również podlega ochronie. Tytułem przykładu wskazać należy obowiązek ujawnienia klientom dostawcy usług finansowania społecznościowego (a więc nie tylko inwestorom, ale także właścicielom projektów) ogólnego charakteru i źródła zidentyfikowanego konfliktu interesów oraz działań podjętych w celu ich ograniczenia³³⁵. Naruszenie tego obowiązku może potencjalnie skutkować więc odpowiedzialnością dostawcy usług finansowania społecznościowego względem właścicieli projektów czy inwestorów, którzy w związku z tym niedopełnieniem ponieśli szkodę.

4.2. Odpowiedzialność właścicieli projektów względem inwestorów³³⁶

Inaczej niż ma to miejsce w odniesieniu do dostawców usług finansowania społecznościowego³³⁷, przepisy Rozporządzenia 2020/1503 *expressis verbis* wymagają, by państwa członkowskie przewidziały w swoich przepisach krajowych odpowiedzialność cywilną co najmniej właściciela projektu lub jego organów administracyjnych, zarządzających lub nadzorczych za informacje podane w arkuszu kluczowych informacji inwestycyjnych lub jego tłumaczeniu, co najmniej w następujących przypadkach:

- a) gdy informacje wprowadzają w błąd lub są niedokładne lub
- b) gdy arkusz kluczowych informacji inwestycyjnych pomija kluczowe informacje niezbędne, aby pomóc inwestorom rozważyć, czy należy finansować dany projekt oparty na finansowaniu społecznościowym³³⁸.

Z powyższym skorelowany jest obowiązek wskazywania w wyraźny sposób w treści arkusza kluczowych informacji inwestycyjnych podmiotów odpowiedzialnych za jego

³³⁵ Art. 8 ust. 5 Rozporządzenia 2020/1503.

³³⁶ Przepisy Rozporządzenia 2020/1503 nie nakładają obowiązków prawnych na inwestorów względem właścicieli projektu. W konsekwencji, odpowiedzialność za ewentualne szkody w tym zakresie powinna być analizowana przez pryzmat ogólnych przepisów prawa prywatnego.

³³⁷ Gwoli wyjaśnienia należy zaznaczyć, że art. 24 ust. 4 Rozporządzenia 2020/1503 przewiduje wymóg, by państwa członkowskie zapewniły odpowiedzialność dostawcy usług finansowania społecznościowego za informacje wskazane w arkuszu kluczowych informacji inwestycyjnych na poziomie platformy. Arkusz kluczowych informacji inwestycyjnych na poziomie platformy udostępniany jest jednak wyłącznie w ramach indywidualnego zarządzania portfelem pożyczek, a zatem nie dotyczy crowdfundingu inwestycyjnego.

³³⁸ Art. 23 ust. 9 i ust. 10 Rozporządzenia 2020/1503.

sporządzenie, przy czym osoby fizyczne powinny być wskazane z imienia, nazwiska oraz funkcji, zaś osoby prawne z firmy (nazwy) i siedziby.

Sposób sformułowania przywołanych wyżej przepisów, w tym w szczególności użycie przez prawodawcę określenia „co najmniej” tak w odniesieniu do zakresu osób odpowiedzialnych jak i sytuacji determinujących odpowiedzialność wskazuje, że nie ma przeszkód, by ustawodawstwo krajowe regulowało tę sferę surowiej (szerzej), zarówno gdy chodzi o zakres podmiotowy jak i przedmiotowy. Rozporządzenie 2020/1503 nie ingeruje również w szczegółowe zasady odpowiedzialności (np. odpowiedzialność na zasadzie winy *versus* odpowiedzialność na zasadzie ryzyka) pozostawiając tę decyzję legislatorom krajowym.

5. Proporcjonalność modelu regulacji crowdfundingu inwestycyjnego przyjętego w Rozporządzeniu 2020/1503

W literaturze trafnie wskazuje się, że zapewnienie stabilności systemu finansowego i zapobieganie kryzysom stało się jednym z priorytetowych celów regulacji rynku finansowego³³⁹. Efektem tego zjawiska jest „przeregulowanie” niektórych sektorów rynku finansowego i uznanie prymatu ograniczania ryzyk nad stymulowaniem konkurencyjności³⁴⁰. Nadmiar obciążeń prawnych może z kolei może ograniczać rozwój podmiotów nadzorowanych i rynku na którym działają³⁴¹. Problem ten jest szczególnie widoczny na gruncie ustawodawstwa unijnego i krajów członkowskich UE³⁴². Próby zabezpieczenia praw jednej grupy interesariuszy niejednokrotnie negatywnie oddziałują na sytuację prawną innych uczestników rynku. Wyważenie odpowiedniej

³³⁹ S. Kasiewicz, L. Kurliński, W. Szpringer, *Zasada proporcjonalności. Przełom w ocenie regulacji*, Warszawa 2014, s. 18.

³⁴⁰ M. Marcinkowska, P. Wdowiński, *Wpływ regulacji sektora bankowego na wzrost gospodarczy Polski*. Łódź 2014 za S. Kasiewicz, L. Kurliński, *Zasada proporcjonalności jako narzędzie wspomagania polityki gospodarczej Unii Europejskiej i Polski w sferze rynków finansowych*, „Problemy Zarządzania 13/3 (2)”, 2015, s.58.

³⁴¹ Na problem ten zwracała również uwagę Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju w raporcie *Administrative Simplification in Poland Making Policies Perform. Cutting Red Tape*. Paryż, 2011 https://www.oecd-ilibrary.org/governance/administrative-simplification-in-poland_9789264097261-en [dostęp: 31.03.2023 r.]

³⁴² S. Kasiewicz, L. Kurliński, W. Szpringer, *Zasada proporcjonalności. Przełom...*, *op.cit.* s. 18.

proporcji przy normowaniu kolidujących ze sobą wartości jest więc zagadnieniem o podstawowym znaczeniu z punktu widzenia efektywności i zasadności określonej regulacji.

Zakres i intensywność ingerencji prawodawczej w działalność dostawców usług finansowania społecznościowego były komentowane już od chwili publikacji ostatecznego brzmienia Rozporządzenia 2020/1503 – w dyskusji publicznej wskazywano, że obowiązki nałożone na tego typu podmioty odzwierciedlają w dużej mierze obowiązki nałożone na klasyczne instytucje finansowe takie jak firmy inwestycyjne czy towarzystwa funduszy inwestycyjnych³⁴³. Wybór przez prawodawcę unijnego najbardziej rygorystycznej formy regulacji crowdfundingu inwestycyjnego tj. uzależnienie podjęcia działalności od spełnienia warunków o charakterze szczególnym oraz od uprzedniego wydania konstytutywnego aktu (zgody) właściwego organu administracji bez wątpienia miał zapewnić odpowiedni poziom profesjonalizmu wśród dostawców usług finansowania społecznościowego i jak najlepszą ochronę inwestorów. Z drugiej strony, skoro jednym z głównych motywów przemawiających za przyjęciem Rozporządzenia 2020/1503 było zapewnienie odpowiednich warunków dla skalowania działalności dostawców usług finansowania społecznościowego, w tym w szczególności ułatwienie prowadzenia działalności transgranicznej i zwiększenie dostępu do źródeł finansowania małym i średnim przedsiębiorcom pojawia się wątpliwość czy przyjęty model regulacji prawnej pozwoli na osiągnięcie tego celu. Na tym tle nasuwa się więc pytanie o proporcjonalność tego rozwiązania – w szczególności, czy projektując nowe przepisy regulujące crowdfunding inwestycyjny w sposób należyty wyważono interesy inwestorów oraz interesy przedsiębiorców świadczących usługi finansowania społecznościowego i przedsiębiorców pozyskujących kapitał. Sceptycyzm w tej kwestii jest o tyle uzasadniony, że w doktrynie coraz częściej podnosi się, że problem oceny

³⁴³8 najważniejszych zmian w polskim crowdfundingu <https://www.stockwatch.pl/wiadomosci/8-najwazniejszych-zmian-w-polskim-crowdfundingu,akcje,299802> [dostęp: 31.03.2023 r.], New rules for crowdfunding in EU <https://www.cerhahempel.com/blog/start-ups-venture-capital-and-private-equity/standard-titel> [dostęp: 31.03.2023 r.].

respektowania zasady proporcjonalności przez nowe regulacje prawne zdaje się być bagatelizowany³⁴⁴.

Zasada proporcjonalności wyrażona w art. 5 ust. 4 TUE zakłada, że zakres i forma działania Unii Europejskiej nie powinny wykraczać poza to, co jest konieczne do osiągnięcia celów traktatowych. Założeniem zasady proporcjonalności jest więc ograniczenie arbitralności instytucji unijnych, w doborze środków za pomocą których chcą realizować obrane cele. W szczególności chodzi o zapewnienie, by obciążenia nakładane na adresatów określonych norm unijnych były dla nich jak najmniej dolegliwe, a jednocześnie umożliwiały osiągnięcie spodziewanych rezultatów³⁴⁵. Na gruncie orzecznictwa TSUE zasada proporcjonalności przybiera klasyczny charakter trójelementowy, stosowany w państwach europejskich przy kontroli proporcjonalności sprawowanej przez sądownictwo administracyjne i trybunały konstytucyjne³⁴⁶. Ocena przestrzegania zasady proporcjonalności dokonywana jest na podstawie kryterium odpowiedniości, konieczności i współmierności (nazywanego też proporcjonalnością *sensu stricto*³⁴⁷). Poniżej dokonano analizy modelu regulacji crowdfundingu inwestycyjnego przyjętego w Rozporządzeniu 2020/1503 przez pryzmat każdego z tych kryteriów.

5.1. Ocena modelu regulacji crowdfundingu inwestycyjnego przyjętego w Rozporządzeniu 2020/1503 z perspektywy kryterium odpowiedniości

Kryterium odpowiedniości regulacji nakazuje ocenić czy projektowane przepisy prawne są adekwatnym środkiem do osiągnięcia zamierzonych skutków tej regulacji.

³⁴⁴ W. Szpringer, *Regulacje rynku finansowego a zasada proporcjonalności* [w:] S. Kasiewicz, L. Kurkliński, W. Szpringer (red.) *Zasada proporcjonalności a polski sektor bankowy. Uwarunkowania, narzędzia, szanse, zagrożenia.s III*. <https://test.alebank.pl/wp-content/uploads/2014/01/bank.2013.12.067-083.pdf> [dostęp: 31.03.2023 r.].

³⁴⁵ D. Sobczyński, *Zasada proporcjonalności w europejskim prawie wspólnotowym*, „Glosa” 2003, nr 7, s. 6-7.

³⁴⁶ S. Golec, *Zasada proporcjonalności jako podstawa rozstrzygnięcia sądu administracyjnego*, Rozprawa doktorska, Uniwersytet w Białymstoku 2018, s. 161.

³⁴⁷ S. Kasiewicz, L. Kurkliński, *Regulacyjna zasada proporcjonalności. Zastosowanie w sektorze bankowym – weryfikacja, wyzwania, doświadczenia*, [w:] S. Kasiewicz, L. Kurkliński, W. Szpringer, (red.) *Zasada proporcjonalności a polski sektor bankowy. Raport Specjalny*, „Miesięcznik Finansowy BANK” 2013, nr 12, s. 15., zob. też 15 Z ob. opinia rzecznika generalnego V. Trstenjak z 8 marca 2011 r. w sprawie C-10/10 – Komisja Europejska v. Republika Austrii, pkt 68. EUR-Lex - 62010CC0010 - PL

Powyższe bada się ustalając istnienie związku przyczynowego (logicznego) między regulacją a obranym celem³⁴⁸. W praktyce orzeczniczej TSUE badanie kryterium odpowiedniości polega na wykluczeniu sytuacji, w której wykorzystanie określonego instrumentu nie doprowadziłoby do realizacji celu postawionego przed nim, z zastrzeżeniem, że brak możliwości realizacji celu przez ten instrument powinien być oczywisty³⁴⁹.

Przenosząc powyższe na grunt Rozporządzenia 2020/1503 przypomnieć należy, że jednym z zasadniczych celów tego aktu prawnego było zharmonizowanie przepisów dotyczących crowdfundingu i konsolidacja rynku w całej Unii Europejskiej. Nowa regulacja miała również zachęcać przedsiębiorców do ekspansji międzynarodowej i świadczenia usług finansowania społecznościowego w sposób transgraniczny. Dodatkową motywacją przemawiającą za rozpoczęciem prac nad Rozporządzeniem 2020/1503 było ułatwienie dostępu do finansowania małym i średnim przedsiębiorstwom poprzez popularyzowanie niebankowych form finansowania, jak również podniesienie standardu ochrony inwestorów³⁵⁰. O ile więc stosunkowo krótki czas obowiązywania analizowanego aktu prawnego nie pozwala na rzetelną weryfikację osiągnięcia tych celów w praktyce, o tyle wnioski teoretyczne mogą zostać wysunięte już teraz. Nie ma bowiem wątpliwości, że wprowadzenie jednolitych ram prawnych dla świadczenia usług finansowania społecznościowego na terytorium Unii Europejskiej jak również rozbudowanych mechanizmów ochrony inwestorów oraz zasady jednolitego paszportu europejskiego umożliwiającej dostawcy usług finansowania społecznościowego prowadzenia działalności na terytorium każdego państwa członkowskiego pod warunkiem uprzedniego dopełnienia procedur notyfikacyjnych mogą przyczynić się do realizacji wyżej wymienionych celów. W tym świetle, model regulacji crowdfundingu inwestycyjnego przyjęty w Rozporządzeniu 2020/1503 należy uznać za odpowiedni.

³⁴⁸ Kasiewicz, L. Kurkliński, *Regulacyjna zasada proporcjonalności...*, *op.cit.*, s. 16.

³⁴⁹ Zob. Wyrok TSUE z 21 lutego 1979 r. w sprawie C-138/78 Hans-Markus Stölting przeciwko Hauptzollamt Hamburg-Jonas, ECR 1979, s. 713; Wyrok TSUE z 21 lutego 1990 r. w sprawie C-267–285 Gustave Wuidart i inni przeciwko Laiterie coopérative eupenoise société coopérative i inni, ECR 1990, s. I-435; Wyrok TSUE z 27 września 2007 r. w sprawie C-409/04 The Queen, na wniosek Teleos plc i inni przeciwko Commissioners of Customs & Excise, ECR 2007, s. I-07797, za S. Golec, *Zasada proporcjonalności jako...*, *op.cit.*, s. 162.

³⁵⁰ Zob. Rozdział II, pkt. 2 niniejszej rozprawy.

5.2. Ocena modelu regulacji crowdfundingu inwestycyjnego przyjętego w Rozporządzeniu 2020/1503 z perspektywy kryterium konieczności

Przesłanka konieczności sprowadza się do oceny, czy środek prawny jest niezbędny do osiągnięcia celów regulacji tj. czy możliwe jest osiągnięcie celu regulacji przez zastosowanie innych, mniej uciążliwych środków prawnych. Innymi słowy, przesłanka konieczności nie zostanie spełniona, w razie wykazania, że obrany cel mógłby zostać zrealizowany za pomocą innego, mniej restrykcyjnego środka. Test konieczności przeprowadza się analizując inne dostępne środki prawne i badając, czy zastosowano ten najmniej uciążliwy³⁵¹.

Ocena Rozporządzenia 2020/1503 przez pryzmat kryterium konieczności wymaga więc ustalenia, czy przyjęcie tego aktu prawnego było w istocie jedynym możliwym środkiem do osiągnięcia zamierzonych przez Unię Europejską celów w zakresie crowdfundingu inwestycyjnego. Do rozwiązań alternatywnych, jakie do dyspozycji miał regulator unijny zaliczyć można w szczególności³⁵²:

- a) powstrzymanie się od interwencji prawodawczej i obserwowanie rynku crowdfundingu inwestycyjnego;
- b) wspieranie samoregulacji (np. zachęcanie do opracowywania kodeksów dobrych praktyk rynkowych);
- c) przeprowadzenie kampanii edukacyjno-informacyjnych;
- d) oddziaływanie za pomocą tzw. *soft law* (stanowiska, wytyczne, rekomendacje organów nadzoru, w tym w szczególności ESMA).

W tym miejscu należy podkreślić, że prawodawca unijny niezwykle dogłębnie przeanalizował inne dostępne środki regulacyjne. Komisja Europejska już od 2014 r. przeprowadzała regularnie warsztaty konsultacyjne z udziałem państw członkowskich, organizacji branżowych i ekspertów z zakresu finansowania społecznościowego. Wstępne analizy tych podmiotów wykazały zasadność wprowadzenia regulacji prawnych ujednolicających ramy prawne dla crowdfundingu w Unii Europejskiej. Powyższą tezę

³⁵¹ S. Golec, *Zasada proporcjonalności jako...*, *op.cit.*, s. 162.

³⁵² Kasiewicz, L. Kurkliński, *Regulacyjna zasada proporcjonalności...*, *op.cit.*, s.135.

potwierdziły również wyniki przeprowadzonych w 2017 r. konsultacji publicznych, w których wzięło udział aż 226 podmiotów, w tym osób fizycznych, przedsiębiorców i uczestników rynku krajowych i europejskich organów nadzoru³⁵³. W ramach wyżej wymienionych inicjatyw analizowano możliwość podjęcia alternatywnych rozwiązań regulacyjnych, jednak ostatecznie stwierdzono, że nie przyniosą one wystarczających rezultatów. Mając na względzie powyższe, uznać należy, że przesłanka konieczności regulacji została spełniona.

5.3. Ocena modelu regulacji crowdfundingu inwestycyjnego przyjętego w Rozporządzeniu 2020/1503 z perspektywy kryterium współmierności

Kryterium współmierności (proporcjonalności *sensu stricto*) nakazuje ocenić, czy prawodawca zachował odpowiednią równowagę dokonując wyboru środka mającego zrealizować określony cel, biorąc pod uwagę bilans potencjalnych korzyści i strat płynących z określonej regulacji. Podczas analizy proporcjonalności *sensu stricto* dochodzi więc w istocie do ważenia przeciwstawnych sobie wartości i oceny, której z nich przyznaje się prymat. Naruszenie wymogu proporcjonalności *sensu stricto* nastąpi, gdy negatywne konsekwencje wynikające z zastosowanego środka po stronie adresata regulacji będą niewspółmiernie większe od korzyści, które Unia lub państwo członkowskie uzyskują na podstawie tej regulacji³⁵⁴.

W literaturze wskazuje się, że kryterium współmierności jest w praktyce stosowane niezwykle rzadko, mimo że stanowi najbardziej pożądaną i adekwatną miernik oceny uchwalanych regulacji³⁵⁵. Wydaje się, że powyższe wynikać może z trudności w ustaleniu precyzyjnych parametrów, które pozwolą na rzetelną i wiarygodną ocenę spełnienia tej przesłanki. O ile bowiem kontrola odpowiedniości czy konieczności sprowadza się do ustalenia kwestii o charakterze obiektywnym (logicznym), o tyle w przypadku kryterium współmierności dochodzi do wszechstronnej analizy wszystkich

³⁵³ Zob. rozdział II niniejszej rozprawy.

³⁵⁴ S. Golec, *Zasada proporcjonalności jako...*, *op.cit.*, s. 161

³⁵⁵ S. Kasiewicz, L. Kurliński, W. Szpringer, *Zasada proporcjonalności. Przełom...*, *op.cit.* s. 18.

korzyści i kosztów, jakie związane są z daną regulacją³⁵⁶ oraz ważenia kolidujących ze sobą wartości i interesów. Warto przy tym zaznaczyć, że kryterium proporcjonalności *sensu stricto* nie ma charakteru bezwzględnego tj. możliwe jest ustalenie, że określona regulacja nie spełnia kryterium proporcjonalności *sensu stricto* w ściśle określonym zakresie³⁵⁷.

Dla oceny kryterium współmierności modelu regulacji crowdfundingu inwestycyjnego na gruncie Rozporządzenia 2020/1503 kluczowe są przede wszystkim dwa czynniki: zakres podmiotowy tej regulacji, rozumiany jako określenie katalogu podmiotów, które mogą wykonywać czynności crowdfundingu inwestycyjnego w ramach swojej działalności gospodarczej oraz stopień ingerencji w relacje między podmiotem wykonującym tę działalność a jego klientem. Są to bowiem dwie sfery, w których sposób szczególny ujawnia się kolizja interesu publicznego (rozumianego jako ochrona stabilności systemu finansowego i praw inwestorów) z interesem prywatnym (tj. prawami przedsiębiorców świadczących usługi finansowania społecznościowego).

Wstępem do szczegółowej analizy proporcjonalności wybranych aspektów Rozporządzenia 2020/1503 powinno być ustalenie kryteriów aksjologicznych przez pryzmat których dokonywana będzie ocena. W doktrynie wskazuje się, że niektóre z powszechnie chronionych prawem wartości mogą być postrzegane jako odgrywające priorytetową rolę w ramach konkretnej gałęzi prawa. Zdaniem A Powałowskiego prawo rynku kapitałowego przyznaje szczególnie prymat wartościom takim jak m.in. bezpieczeństwo publicznego obrotu papierami wartościowymi, uczciwość obrotu, transparentność, równy dostęp do informacji rynkowej czy ochrona interesów wszystkich uczestników rynku³⁵⁸. Obserwacja inicjatyw podejmowanych przez unijne organy

³⁵⁶ S. Kasiewicz, L. Kurkliński, *Zasada proporcjonalności. Zastosowanie w sektorze bankowym – weryfikacja, wyzwania, doświadczenia* [w:] S. Kasiewicz, L. Kurkliński, W. Szpringer (red.) *Zasada proporcjonalności a polski sektor bankowy. Uwarunkowania, narzędzia, szanse, zagrożenia*.s IX. <https://test.alebank.pl/wp-content/uploads/2014/01/bank.2013.12.067-083.pdf> [dostęp: 19.09.2022 r.]

³⁵⁷ Jak wskazuje S. Golec „Trybunał (...) przy rozstrzyganiu spraw ogranicza się do badania proporcjonalności w zakresie, który wynika z okoliczności danej sprawy.” S. Golec, *Zasada proporcjonalności jako..., op.cit.*, s. 163.

³⁵⁸ A. Powałowski, *Ważenie wartości w publicznym prawie gospodarczym* [w:] A. Powałowski, *Aksjologia publicznego prawa gospodarczego*, Warszawa 2022, Legalis.

nadzoru finansowego, w szczególności ESMA i EBA³⁵⁹, w ostatnich latach prowadzą przy tym do wniosku że spośród wszystkich wartości chronionych przez przepisy rynku kapitałowego, szczególne znaczenie ma ochrona inwestora, jako „strony słabszej” w relacjach z instytucją finansową³⁶⁰. Z tego względu to właśnie wyżej wymienione wartości będą stanowić punkt wyjścia dla oceny współmierności modelu regulacji crowdfundingu inwestycyjnego w Rozporządzeniu 2020/1503.

5.3.1. Ocena zakresu podmiotowego Rozporządzenia 2020/1503 z perspektywy kryterium współmierności

Odnosząc się do zakresu podmiotowego Rozporządzenia 2020/1503 należy przypomnieć, że na mocy nowych przepisów działalność crowdfundingu inwestycyjnego stała się działalnością reglamentowaną³⁶¹, podlegającej ścisłemu nadzorowi właściwych organów państwowych. Fakt, że prawodawca zdecydował się na najwyższy poziom ingerencji w swobodę działalności gospodarczej uzasadniony był jednak troską o zagwarantowanie prawidłowego funkcjonowanie rynku poprzez zapewnienie odpowiedniego poziomu profesjonalizmu podmiotów świadczących usługi finansowania społecznościowego jak również zabezpieczenie praw uczestników rynku, w tym w szczególności inwestorom. Wymogi regulacyjne stawiane podmiotom, które zamierzają prowadzić platformy crowdfundingu inwestycyjnego zostały zasadniczo zaostrzone na gruncie Rozporządzeniem 2020/1503. Nałożone na dostawców usług finansowania społecznościowego normy ostrożnościowe, dotyczące m.in. skutecznego i ostrożnego

³⁵⁹ zob. Final Report On the European Commission mandate on certain aspects relating to retail investor protection https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-42_1227_final_report_on_technical_advice_on_ec_retail_investments_strategy.pdf [dostęp: 14.09.2022 r.], zob. Też <https://www.esma.europa.eu/regulation/mifid-ii-and-investor-protection> [dostęp: 14.09.2022 r.], oraz Joint Consultation Paper concerning amendments to the PRIIPs KID. Draft amendments to Commission Delegated Regulation (EU) 2017/653 of 8 March 2017 on key information documents (KID) for packaged retail and insurance-based investment products (PRIIPs). https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/document_library/Publications/Consultations/2019/Joint%20Consultation%20on%20amendments%20to%20the%20PRIIPs%20KID/JC-2019-63_Consultation_Paper_amendments_PRIIPs%20KID.pdf [dostęp: 31.03.2023 r.].

³⁶⁰ Zob. M. Wierzbowski, *Ochrona inwestora a ochrona konsumenta na rynku kapitałowym*, „Przegląd Prawa Handlowego”, 05/2022, s. 4.

³⁶¹ K. Kohutek, *Zasady podejmowania ...*, op. cit., s. 35.

zarządzania, postępowania z konfliktami interesów czy stosowania zasad należytej staranności względem swoich klientów, do tej pory zarezerwowane były dla tradycyjnych instytucji finansowych takich jak banki, domy maklerskie czy towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Zmiany w tym zakresie można uznać za przełomowe mając względzie, że w większości krajów członkowskich UE prowadzenie działalności w takim charakterze nie wiązało się z obowiązkiem spełnienia żadnych szczególnych warunków. W tym kontekście swoboda działalności operatorów platform crowdfundingu inwestycyjnego została więc istotnie ograniczona. Nie ma jednocześnie wątpliwości, że surowe wymogi regulacyjne nałożone na dostawców usług finansowania społecznościowego mają za zadanie zagwarantować ich uczciwie, rzetelnie i profesjonalnie działanie, zgodnie z najlepiej pojętym interesem swoich klientów. Ingerencja w prawa przedsiębiorców, którzy zamierzają świadczyć usługi finansowania społecznościowego znajduje zatem silne uzasadnienie w wartościach, które prawodawca uznaje za priorytetowe. Tym samym, zakres podmiotowy Rozporządzenia 2020/1503 należy uznać za współmierny.

5.3.2. Ocena stopnia ingerencji w relacje między dostawcą usług finansowania społecznościowego a jego klientem na gruncie Rozporządzenia 2020/1503 z perspektywy kryterium współmierności

Ocena współmierności stopnia ingerencji w relacje między dostawcą usług finansowania społecznościowego a jego klientem jest już jednak procesem znacząco bardziej złożonym i wielowątkowym. Prawodawca unijny, poprzez szereg przepisów o charakterze imperatywnym, daleko idąco ogranicza swobodę dostawcy usług finansowania społecznościowego w kształtowanie stosunków gospodarczych z inwestorami i właścicielami projektu. Nie ma sporu odnośnie do tego, że normy te mają na celu zapewnienie transparentności i bezpieczeństwa usług finansowania społecznościowego. Jak trafnie skonstatował jednak M. Wierzbowski *„Każde działanie poszerzające ochronę pewnej grupy uczestników rynku ma swoje konsekwencje, które dotyczą całej branży (...) podmioty działające na rynku finansowym muszą sprostać*

coraz ostrzejszym wymogom regulacyjnym i kapitałowym, co pociąga za sobą dodatkowe koszty. Podnoszenie tych wymogów wobec braku edukacji i wiedzy o rynku i tak nie chroni konsumentów przed błędami oraz standardowym ryzykiem inwestycyjnym³⁶².” Na tym tle nie sposób nie powziąć wątpliwości czy koszty i ograniczenia biznesowe przewidziane dla podmiotów regulowanych pozostają adekwatne w relacji do oczekiwanych korzyści.

5.3.3. Obowiązek udostępnienia arkusza kluczowych informacji inwestycyjnych z perspektywy kryterium współmierności

Szereg rozwiązań przewidzianych przez Rozporządzenie 2020/1503 należy ocenić jednoznacznie pozytywnie. Przede wszystkim na aprobatę zasługuje obowiązek udostępnienia arkusza kluczowych informacji inwestycyjnych w odniesieniu do każdej oferty finansowania społecznościowego. Mimo, że na dostawcę usług finansowania społecznościowego zostały nałożone określone obowiązki związane z weryfikacją kompletności, prawidłowości i jasności informacji zawartych w tym dokumencie i podjęcia odpowiednich działań w razie wykrycia nieprawidłowości, to zasadniczo odpowiedzialność za treść tego dokumentu ponosi właściciel projektu, jako podmiot który ostatecznie ma być beneficjentem zebranych środków. Oczekiwanie przeprowadzenia chociaż podstawowego badania *due diligence* w zakresie sytuacji prawnej i finansowej właściciela projektu oraz jego projektu, znajduje uzasadnienie w tym, że dostawcy usług finansowania społecznościowego jako profesjonalny uczestnik rynku powinien dbać o bezpieczeństwo i transparentność procesu finansowania społecznościowego³⁶³. Nie bez znaczenia pozostaje fakt, że z uwagi na nawiązanie bezpośredniej relacji gospodarczej z właścicielem projektu, dostawca usług finansowania społecznościowego – w odróżnieniu od samych inwestorów – posiada realne narzędzia do wyegzekwowania od niego przekazania wszystkich informacji i dokumentów

³⁶² M. Wierzbowski, *Ochrona inwestora a...*, *op.cit.*, s. 4-5.

³⁶³ Na marginesie warto zauważyć, że analogiczne wymogi stawiane są firmom inwestycyjnym, które zamierza oferować lub rekomendować albo w inny sposób umożliwiać ich nabycie lub objęcie instrumentów finansowych. Zob. Stanowisko Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego dotyczące oceny emitenta przez firmy inwestycyjne przed rozpoczęciem świadczenia usługi oferowania instrumentów finansowych

https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Stalowisko_UKNF_dot_oceny_emitenta_przez_firmy_inwestycyjne.pdf [dostęp: 31.03.2023 r.].

niezbędnych do przeprowadzenia oceny. Rozkład obowiązków na tym polu został zatem dokonany racjonalnie i adekwatnie do roli jaką każdy z tych podmiotów pełni w procesie crowdfundingu inwestycyjnego.

5.3.4. Obowiązek zapewnienia odpowiedniej redakcji komunikatów marketingowych z perspektywy kryterium współmierności

Trudno również nabrać jakichkolwiek zastrzeżeń odnośnie do obowiązków nałożonych na dostawców usług finansowania społecznościowego w zakresie zapewnienia odpowiedniej redakcji komunikatów marketingowych. Przekaz reklamowy odgrywa kluczową rolę w procesie finansowania społecznościowego i stanowi jeden z podstawowych czynników wpływających na zachowania inwestycyjne inwestorów³⁶⁴. Nie ma zatem wątpliwości, że rolą dostawcy usług finansowania społecznościowego powinno być zapewnienie, że informacje przekazywane inwestorom, których celem jest promowanie usług finansowania społecznościowego powinny być jasne, nieprowadzające w błąd i jednoznaczne do zidentyfikowania. Nie można zatem uznać, że obowiązki w tej sferze są dla dostawców usług finansowania społecznościowego zbyt dolegliwe, w szczególności mając na względzie, że art. 27 ust. 5 Rozporządzenia 2020/1503 *explicite* zakazuje praktyki zatwierdzania komunikatów marketingowych właściwe krajowe organy nadzoru.

5.3.5. Obowiązek równego traktowania właścicieli projektów i ofert finansowania społecznościowego z perspektywy kryterium współmierności

Pozytywnie ocenić należy również obowiązek równego traktowania właścicieli projektów i ofert finansowania społecznościowego, jak również wymóg posiadania

³⁶⁴ M.Eisenbeiss, S.A. Hartmann, Sven A. L.Hornuf, *Social Media Marketing for Equity Crowdfunding: Which Posts Trigger Investment Decisions?* "Diginomics Working Paper" No. 0013, April 2022, s. 7-9.

sformalizowanych procedur wewnętrznych w zakresie metodologii i kryteriów stosowanych w toku procesu wyboru projektów do prezentowania na platformie. Rozporządzenie 2020/1503 nie ogranicza przy tym swobody dostawcy usług finansowania społecznościowego w określeniu tych kwestii zgodnie z własnymi założeniami biznesowymi, lecz wymaga jedynie spójnego i transparentnego podejścia w odniesieniu do wszystkich projektów będących przedmiotem oceny. Brak szczególnych regulacji w tej kwestii prowadził w przeszłości do sytuacji, w której dobór projektów prezentowanych na platformach miał *de facto* zupełnie uznaniowy charakter. W skrajnych przypadkach dochodziło przy tym do sytuacji, w której operatorzy platform crowdfundingu inwestycyjnego prezentowali na swoich platformach projekty rozwijane przez spółki powiązane osobowo lub kapitałowo z samym operatorem bez wyraźnego informowania o tym fakcie inwestorów³⁶⁵.

5.3.6. Mechanizmy ochrony inwestorów z perspektywy kryterium współmierności

Z całym przekonaniem za słuszny należy uznać też sam podział inwestorów na dwie kategorie (tj. inwestora doświadczonego i inwestora niedoświadczonego) na podstawie posiadanego przez nich doświadczenia w zakresie rynku finansowego i zróżnicowanie poziomu ochrony w zależności od przyznanej kategorii. Rozsądne wydaje się rozwiązanie, zgodnie z którym status inwestora niedoświadczonego nie ogranicza zasadniczo dostępu do funkcjonalności platformy ani też nie wiąże się z nałożeniem określonych limitów inwestycyjnych, a jedynie wymaga dopełnienia dodatkowych obowiązków informacyjnych względem tego inwestora oraz zastosowania szczególnych mechanizmów ochronnych. Szczegółowe zasady zastosowania tych mechanizmów w praktyce mogą jednak budzić uzasadnione wątpliwości.

Pierwszy z mechanizmów ochrony inwestorów niedoświadczonych to wstępny test wiedzy, który ma pozwolić dostawcy usług finansowania społecznościowego na

³⁶⁵ Przykładem może być platforma crowdfund.pl, należąca do spółki Cream sp. z o.o., za pośrednictwem której kampanię spółki Canpharm P.S.A., której prezesem zarządu i jedynym akcjonariuszem była ta sama osoba, co prezes zarządu i większościowy udziałowiec spółki Cream sp. z o.o.

dokonanie oceny, czy usługi dostępne na platformie są odpowiednie dla konkretnego, zindywidualizowanego inwestora. O ile sama idea wstępnego testu wiedzy stanowi realizację praktykowanej na rynku kapitałowym zasady poznaj swojego klienta, o tyle skuteczność tego mechanizmu jest raczej ograniczona. Dostawca usług finansowania społecznościowego nie ma bowiem możliwości weryfikacji, czy inwestor wypełniając test wiedzy działał samodzielnie, bez pomocy innych osób lub materiałów źródłowych. Ostateczny wynik testu może być więc niemiarodajny dla oceny tej kwestii. W tym kontekście pojawia się więc pytanie o uzasadnienie i współmierność całego procesu tj. czy dolegliwości związane z przeprowadzeniem wstępnego testu wiedzy – zarówno po stronie inwestora (który zmuszony jest do dopełnienia dodatkowych formalności w procesie rejestracji na platformie) i dostawcy usług finansowania społecznościowego (który zobligowany jest dodać do swojej platformy dodatkową funkcjonalność) są adekwatne do spodziewanych korzyści. Szukając odpowiedzi na to pytanie warto uzmysłowić sobie, że wstępny test wiedzy może paradoksalnie przynieść rezultaty odmienne od zamierzonych. W szczególności, inwestor który przeszedł pozytywnie wstępny test wiedzy i w konsekwencji nie otrzymał ostrzeżenia o ryzyku może odnieść mylne wrażenie, że skoro dostawca usług finansowania społecznościowego ocenił, że usługa finansowania społecznościowego jest dla niego odpowiednia, to poziom ryzyka związanego z taką inwestycją mieści się w zakresie jego tolerancji. Te dwie kwestie nie mogą jednak być ze sobą utożsamiane. Nietrudno bowiem wyobrazić sobie osobę, która uzyskała pozytywny wynik wstępnego testu wiedzy, z uwagi na wcześniejsze doświadczenie w inwestycjach na rynku kapitałowym, a która jednocześnie, z uwagi na określone cechy charakteru lub specyficzną sytuację życiową, wykazuje szczególnie niską tolerancję na jakiekolwiek ryzyko inwestycyjne. Taka osoba, odmiennie od osoby która nie podeszła do testu lub uzyskała z niego negatywny wynik, nie otrzyma dodatkowego ostrzeżenia o ryzyku. Należy zatem uznać – na co zresztą zwraca się też uwagę w literaturze³⁶⁶ - że lepsze rezultaty przyniosłoby rozwiązanie nakładające na dostawcę usług finansowania społecznościowego obowiązek przekazania ostrzeżenia o

³⁶⁶ J. De Smet, V. Colaert, *Between Investor Protection and Access to Crowdfunding: The Entry Knowledge Test and the Simulation of the Ability to Bear Loss. Commentary on Article 21 Crowdfunding Regulation*, Jan Ronse Institute for company & financial law Working Paper no.2022/03, s. 15.

ryzyku każdemu inwestorowi niedoświadczonemu, a nie tylko temu który nie wypełnił wstępnego testu wiedzy lub uzyskał z niego negatywny wynik. Wątpliwe korzyści płynące ze mechanizmu wstępnego testu wiedzy pozwalają zatem dojść do konkluzji, że stopień ingerencji w relacje między dostawcą usług finansowania społecznościowego a jego klientem na gruncie Rozporządzenia 2020/1503 jest niewspółmierny w zakresie, w jakim wymaga od dostawców usług finansowania społecznościowego przeprowadzania wstępnego testu wiedzy inwestorów niedoświadczonych.

Analogiczne wnioski wysunąć można na tle innego mechanizmu ochronny przewidzianego dla inwestorów niedoświadczonych - symulacji zdolności do ponoszenia strat. Dostawca usług finansowania społecznościowego nie tylko nie ma możliwości zweryfikowania prawdziwości tych danych, ale także nie wchodzi w ogóle w ich posiadanie. W konsekwencji, rzetelność - a co za tym idzie – celowość takiej symulacji zależy wyłącznie od zachowania inwestora, który w żaden sposób nie jest zobligowany do wprowadzania danych zgodnych z rzeczywistym stanem rzeczy. Nie jest to bynajmniej jedyna problematyczna kwestia związana z symulacją zdolności do ponoszenia strat. Wątpliwości budzi również brak indywidualizacji sytuacji finansowej inwestora. Progi realizacji obowiązków informacyjnych mają co prawda charakter procentowy względem aktywów danego inwestora, jednak nie ma sporu odnośnie do tego, że próg dziesięciu lub pięciu procent wartości majątku netto nie będzie w praktyce adekwatny dla każdego inwestora³⁶⁷. Apetyt na ryzyko oraz poziom tolerancji potencjalnych strat nie zależy bowiem wyłącznie od wartości posiadanego majątku, ale także cech charakteru, doświadczeń życiowych, horyzontu czasowego inwestycji celów inwestycyjnych itd. Należy zgodzić się zatem z głosem krytyki tego rozwiązania podnoszonym w doktrynie³⁶⁸. Warto również zaznaczyć, że symulacja zdolności do

³⁶⁷ Dla przykładu, inwestor, którego wartość majątku netto wynosi 100 000 EUR otrzyma ostrzeżenie o ryzyku, przyjmując ofertę finansowania społecznościowego przekraczającą 5.000 euro, ponieważ liczba ta (5% z 100 000 EUR) jest wyższa niż 1.000 EUR. Z kolei inwestor, którego wartość majątku netto wynosi tylko 1000 EUR, otrzyma to samo ostrzeżenie o ryzyku, gdy tylko inwestycja przekroczy ustalony próg 1000 EUR, ponieważ liczba ta jest wyższa niż 50 EUR (tj. 5% z 1000 EUR). Słusznie zatem wskazuje się w literaturze, że mechanizm symulacji zdolności do poniesienia strat nie jest dostosowany do osób dysponujących stosunkowo niewielkim majątkiem. W drugim opisanym przykładzie inwestor otrzyma ostrzeżenie o ryzyku dopiero w momencie, gdy będzie chciał zainwestować cały swój majątek netto. Zob. J. De Smet, V. Colaert, *Between Investor Protection...*, *op.cit.*, s. 20.

³⁶⁸ J. De Smet, V. Colaert, *Between Investor Protection...*, *op. cit.*, s. 18, s. 20.

ponoszenia strat jest mechanizmem nieznanym dotąd innym instytucjom finansowym. Pewne podobieństwo można odnaleźć w rozwiązaniu przyjętym w przepisie art. 30 ust 3 Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2015/760 w sprawie europejskich długoterminowych funduszy inwestycyjnych³⁶⁹, zgodnie z którym w określonych przypadkach zarządzający europejskim długoterminowym funduszem inwestycyjnym powinien zapewnić, aby potencjalny inwestor detaliczny nie zainwestował łącznej kwoty przekraczającej 10 % wartości swojego portfela instrumentów finansowych. Inaczej jednak niż na gruncie Rozporządzenia 2020/1503, realizacja tego obowiązku nie polega wyłącznie na przekazaniu inwestorowi stosownego oświadczenia o ryzyku, lecz wymaga zagwarantowania, że inwestor detaliczny nie dokona inwestycji ponad określony w przepisie limit. W tym kontekście, mechanizm przewidziany w art. 21 ust. 5 i 7 Rozporządzenia 2020/1503 zdaje się mieć jedynie fasadowy charakter, a tym samym stanowić niewspółmierne obciążenie dla dostawców usług finansowania społecznościowego.

Ostatni z mechanizmów ochrony inwestorów niedoświadczonych to okres namysłu rozumiany jako czas, w którym inwestor niedoświadczony może wycofać ofertę inwestycyjną lub oświadczenie o wyrażeniu zainteresowania konkretną ofertą finansowania społecznościowego w dowolnym momencie, bez podawania powodu i bez ponoszenia kary. Jak opisano w pkt 5.1.3. niniejszego Rozdziału, okres namysłu tylko pozornie przypomina konsumenckie prawa do odstąpienia, bowiem w trakcie jego trwania nie dochodzi do zawarcia umowy pomiędzy inwestorem a właścicielem projektu (zawarcie umowy uzależnione jest od bezskutecznego upływu terminu przewidzianego na wycofanie oferty inwestycyjnej lub oświadczenia o wyrażeniu zainteresowania ofertą). W praktyce oznacza to, że inwestor niedoświadczony nie ma możliwości sfinalizowania transakcji przed zakończeniem okresu namysłu, a proces inwestycyjny zostaje podzielony na dwa etapy: złożenia oferty inwestycyjnej lub wyrażenia zainteresowania taką ofertą oraz – dopiero po upływie 4 dni kalendarzowych – dokonania płatności z tytułu nabycia lub objęcia papierów wartościowych lub instrumentów dopuszczonych na potrzeby finansowania społecznościowego będących przedmiotem oferty. Taki mechanizm może

³⁶⁹ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2015/760 z dnia 29 kwietnia 2015 r. w sprawie europejskich długoterminowych funduszy inwestycyjnych (*OJ L 123, 19.5.2015, p. 98–121*).

stanowić dla inwestora niedoświadczonego dodatkowe utrudnienie, wymaga bowiem zaplanowania procesu inwestycyjnego z odpowiednim wyprzedzeniem i uwzględnienia braku możliwości sfinalizowania całej transakcji tego samego dnia. Wydaje się więc, że przyjęcie rozwiązania analogicznego do konsumenckiego prawa do dostąpienia w większym stopniu realizowałoby interesy inwestorów. Taki stan rzeczy prowadzi do wniosku, że mechanizm okresu namysłu jest niewspółmierny w zakresie w jakim nie przyznaje inwestorowi możliwości zawarcia umowy z właścicielem projektu w czasie jego trwania

6. Wnioski

Określenie optymalnego modelu regulacji crowdfundingu inwestycyjnego jest zagadnieniem o dużej doniosłości dla pewności obrotu gospodarczego biorąc pod uwagę specyfikę tych usług. Wysoki poziom ryzyka związany z lokowaniem kapitału w projekty finansowane za pomocą crowdfundingu jak również stosunkowo niski próg wejścia i łatwy dostęp do platform finansowania społecznościowego (wymagający *de facto* wyłącznie sprawnego połączenia z Internetem) powoduje, że zainteresowanie *crowdinvestingiem* mogą przedstawiać także osoby nieposiadające jakiegokolwiek wiedzy czy doświadczenia z zakresu rynku kapitałowego. Taki stan rzeczy kreuje przed prawodawcą niezwykle trudne wyzwanie polegające na odpowiednim wyważeniu kolidujących ze sobą wartości. Z jednej strony bowiem konieczne jest zapewnienie stabilności finansowej i odpowiedniego poziomu bezpieczeństwa uczestników rynku, z drugiej zaś stymulowanie rozwoju gospodarki i wypełnianie luki w dostępie do źródeł finansowania przedsiębiorców rozwijających innowacyjne i pionierskie przedsięwzięcia. Efektywność modelu regulacji wymaga zatem by poszczególne jego elementy tj. zakres podmiotowy, zakres przedmiotowy, ramy nadzoru nad wykonywaniem działalności; stopień ingerencji w relacje między podmiotem wykonującym działalność a klientem oraz zasady odpowiedzialności, zachowywały należytą równowagę (proporcjonalność) pomiędzy ochroną interesu publicznego oraz interesu prywatnego. Szczególne znaczenie w tym kontekście mają drugi i czwarty z wymienionych powyżej elementów jako sfery,

w których w sposób szczególny ujawnia się kolizja interesu publicznego (rozumianego jako ochrona stabilności systemu finansowego i praw inwestorów) z interesem prywatnym.

Zakres przedmiotowy Rozporządzenia 2020/1503 został określony stosunkowo szeroko. Nowe regulacje określają jednolite wymogi dotyczące świadczenia usług finansowania społecznościowego, organizacji dostawców usług finansowania społecznościowego, udzielania im zezwoleń oraz nadzoru nad nimi, na terytorium całej Unii Europejskiej. Usługa crowdfundingu inwestycyjnego na gruncie tego aktu prawnego definiowana jest jako subemisja bez gwarancji przejęcia emisji w odniesieniu do zbywalnych papierów wartościowych i instrumentów dopuszczonych na potrzeby finansowania społecznościowego, wystawionych przez właścicieli projektów lub spółkę celową, oraz przyjmowanie i przekazywanie zleceń klientów w odniesieniu do tych zbywalnych papierów wartościowych i instrumentów dopuszczonych na potrzeby finansowania społecznościowego. Z zakresu zastosowania Rozporządzenia 2020/1503 zostały wyłączone projekty, w których właścicielami są konsumenci jak również oferty finansowania społecznościowego o wartości przekraczającej 5 000 000 EUR, obliczanej w okresie 12 miesięcy.

W odniesieniu do zakresu podmiotowego Rozporządzenia 2020/1503 wskazać należy, że prawodawca zdecydował się na najwyższy poziom reglamentacji działalności crowdfundingu inwestycyjnego, przesądzając, że usługi finansowania społecznościowego mogą być świadczone wyłącznie przez osoby prawne, które mają siedzibę w Unii Europejskiej i które uzyskały zezwolenie na prowadzenie działalności jako dostawcy usług finansowania społecznościowego przez właściwy organ państwa członkowskiego. Wysoki poziom profesjonalizmu dostawców usług finansowania społecznościowego i działanie zgodnie z najlepiej pojętym interesem klientów ma zostać zapewniony przez normy ostrożnościowe nakładające na te podmioty szereg szczegółowych obowiązków.

Bezpośredni nadzór nad dostawcami usług finansowania społecznościowego sprawować mają krajowe organy nadzoru, które też uprawnione będą do wydawania zezwoleń na prowadzenie działalności w tym charakterze. Działalność transgraniczna ma być ułatwiona dzięki przyjęciu zasady tzw. jednolitego paszportu europejskiego, zgodnie

z którą zezwolenie wydane przez krajowy organ nadzoru będzie uprawniać do prowadzenia działalności na obszarze całej Unii Europejskiej w trybie notyfikacji, bez konieczności uzyskiwania odrębnych zezwoleń w każdym z państw członkowskich.

W trosce o ograniczenie ryzyk związanych z crowdfundingiem inwestycyjnym, Rozporządzenie 2020/1503 silnie ingeruje w relacje łączące dostawcę usług finansowania społecznościowego z jego klientami tj. inwestorami oraz właścicielami projektów, wprowadzając szereg mechanizmów ochrony uczestników rynku, do których zaliczyć można podział na inwestorów doświadczonych i niedoświadczonych i związane z tym różnicowanie poziomu ochrony, obowiązek udostępnienia arkusza kluczowych informacji inwestycyjnych, obowiązek zapewnienia odpowiedniej redakcji komunikatów marketingowych czy obowiązek równego traktowania poszczególnych właścicieli projektów i ofert finansowania społecznościowego.

Rozporządzenie 2020/1503 wyznacza też podstawowe zasady w zakresie dochodzenia przez inwestorów roszczeń o naprawienie szkody wyrządzonej w związku z informacjami podanymi w arkuszu kluczowych informacji inwestycyjnych lub jego tłumaczeniu.

Analiza modelu regulacji crowdfundingu inwestycyjnego na gruncie Rozporządzenia 2020/1503 przez pryzmat zasady proporcjonalności prowadzi do następujących wniosków:

- a) zasadnicze cele regulacji to zharmonizowanie przepisów dotyczących crowdfundingu i konsolidacja rynku w UE, wspieranie transgranicznego świadczenia usług crowdfundingu inwestycyjnego, ułatwienie dostępu do finansowania małym i średnim przedsiębiorstwom oraz podniesienie standardu ochrony inwestorów;
- b) model regulacji należy uznać za zgodny z przesłanką odpowiedniości, ponieważ pozwala na osiągnięcie zamierzonych skutków tej regulacji;
- c) model regulacji należy uznać za zgodny z przesłanką konieczności, ponieważ jest niezbędny do osiągnięcia zamierzonych celów tej regulacji.
- d) model regulacji należy uznać za niewspółmierny w zakresie w jakim wymaga od dostawców usług finansowania społecznościowego przeprowadzania wstępnego testu wiedzy inwestorów niedoświadczonych oraz symulacji zdolności

ponoszenia strat, jak również w zakresie, w jakim nie przyznaje inwestorowi możliwości zawarcia umowy z właścicielem projektu w czasie trwania okresu namysłu.

Rozdział IV Wpływ Rozporządzenia 2020/1503 na rynek crowdfundingu inwestycyjnego w Polsce

1. Wprowadzenie

Przyjęcie Rozporządzenia 2020/1503 zapoczątkowało głębokie zmiany na rynku crowdfundingu inwestycyjnego w Polsce. Jak wyjaśniono we wcześniejszych rozdziałach rozprawy, do 10 listopada 2021 r. usługi finansowania społecznościowego nie były w Polsce regulowane wprost przez przepisy, co stanowiło źródło uzasadnionych wątpliwości co do zakresu przepisów prawa rynku kapitałowego mających zastosowanie do pozyskiwania finansowania tą metodą. W związku z rozpoczęciem obowiązywania Rozporządzenia 2020/1503 przewidywano, że rynek crowdfundingu inwestycyjnego przejdzie istotną transformację, objawiającą się przede wszystkim w profesjonalizacji usług finansowania społecznościowego³⁷⁰, rozwoju rynku wtórnego instrumentów dopuszczonych na potrzeby finansowania społecznościowego³⁷¹, zwiększeniu wartości pojedynczych kampanii crowdfundingowych³⁷² oraz upowszechnieniu transgranicznego pozyskiwania kapitału za pomocą crowdfundingu³⁷³. Mimo, że na kategorię weryfikację powyższych założeń jest jeszcze za wcześnie, zważywszy że nowe regulacje

³⁷⁰ Kluczowe regulacje dla branży FinTech w centrum uwagi

<https://fintek.pl/kluczowe-regulacje-dla-branzy-fintech-w-centrum-uwagi/> [dostęp: 16.02.2023 r.].

³⁷¹ Nowe wydanie platform skusi fundusze inwestycyjne? , „Gazeta Giełdy i Inwestorów Parkiet”, 20.10.2022 r.

<https://www.parkiet.com/inwestycje-alternatywne/art37274471-nowe-wydanie-platform-skusi-fundusze-inwestycyjne> [dostęp: 16.02.2023 r.].

³⁷² Rewolucja przegłosowana. Crowdfunding sięgnie po 5 mln euro, „Gazeta Giełdy i Inwestorów Parkiet”, 6.10.2020 r.

<https://www.parkiet.com/crowdfunding/art19746061-rewolucja-przeglosowana-crowdfunding-siegnie-po-5-mln-euro> [dostęp: 16.02.2023 r.].

³⁷³ O. Gaida, EUROCROWD, *ItaliaFintech and Chiomenti discuss Lending and Equity Crowdfunding under ECSPR* <https://eurocrowd.org/blog/2021/05/07/eurocrowd-italiafintech-and-chiomenti-discuss-lending-and-equity-crowdfunding-under-ecspr/> [dostęp: 16.02.2023 r.].

obowiązują dopiero kilkanaście miesięcy, obserwacja zmian na rynku jakie dokonały się w tym czasie pozwala na wysunięcie pierwszych wniosków odnośnie do tego, czy Rozporządzenie 2020/1503 i sposób jego wdrożenia w Polsce mają szansę zrealizować cele postawione przed tym aktem.

To, jaki kierunek przybierze rozwój rynku crowdfundingu inwestycyjnego w Polsce po przyjęciu Rozporządzenia 2020/1503 zdeterminują przede wszystkim dwie kwestie. Po pierwsze, rozwój polskiego rynku finansowania społecznościowego będzie w dużej mierze warunkowany przepisami prawa krajowego, których zadaniem będzie uszczegółowienie i zapewnienie stosowania unijnej regulacji. Po drugie, kluczowe znaczenie będzie miała również aktywność samych uczestników rynku, przede wszystkim nastawienie potencjalnych dostawców usług finansowania społecznościowego do nowych regulacji, w tym podjęcie decyzji w przedmiocie kontynuowania działalności na podstawie nowego reżimu prawnego.

W niniejszym rozdziale scharakteryzowano rynek crowdfundingu inwestycyjnego w Polsce po wejściu w życie Rozporządzenia 2020/1503 i przedstawiono wnioski dotyczące wpływu tego aktu prawnego na rozwój usług finansowania społecznościowego w Polsce. Tło do rozważań stanowiła analiza stanu rynku crowdfundingu inwestycyjnego w wybranych krajach Unii Europejskiej: Królestwie Niderlandów, Hiszpanii, Włoszech, Francji oraz Niemczech.

2. Ustawa ECSP

Prace nad uchwaleniem ustawy ECSP wywołały burzliwą debatę nie tylko z uwagi na jej zaproponowaną treść – do której zgłoszono aż 152 uwagi tylko ramach pierwszych konsultacji publicznych³⁷⁴ - ale także przedłużający się proces legislacyjny. Mimo, że prace nad Projektem ustawy ECSP³⁷⁵ rozpoczęły się ponad pół roku przed rozpoczęciem stosowania Rozporządzenia 2020/1503, a wejście w życie nowych przepisów krajowych

³⁷⁴Zob. dokument zatytułowany „Crowdfunding- zestawienie uwag”

<https://legislacja.rcl.gov.pl/projekt/12346354/katalog/12785249#12785249> [dostęp: 29.09.2022 r.].

³⁷⁵ Rządowy projekt ustawy finansowaniu społecznościowym dla przedsięwzięć gospodarczych, numer z wykazu: UC76 <https://legislacja.rcl.gov.pl/projekt/12346354/katalog/12785249#12785249> [dostęp: 29.09.2022 r.] dalej: „Projekt”.

zaplanowano na trzeci kwartał 2021 r., ostatecznie akt prawny przyjęto dopiero w lipcu 2022 r. Prawie ośmiomiesięczne opóźnienie w dostosowaniu krajowych przepisów do unijnego porządku prawnego miało doniosłe konsekwencje dla rynku crowdfundingu inwestycyjnego w Polsce.

Prace nad uchwaleniem przepisów dostosowujących polski porządek prawny do nowych regulacji unijnych w zakresie crowdfundingu rozpoczęły się formalnie 28 kwietnia 2021 r.³⁷⁶, jednak ostatecznie ustawa ECSP została uchwalona dopiero 7 lipca 2022 r. Interesujące jest, że przedłużający się proces legislacyjny prawodawca postanowił przyspieszyć w dość nieoczywisty sposób dołączając do Projektu przepisy dotyczące *pomocy dla kredytobiorców*. Wprowadzenie ułatwień dla kredytobiorców motywowane było podwyżką stóp referencyjnych NBP w pierwszym półroczu 2022 r. skutkującą wzrostem oprocentowania kredytów hipotecznych. Rada Ministrów, pod silną presją kredytobiorców niezadowolonych z pogarszającej się sytuacji finansowej, dążyła do jak najszybszego uchwalenia przepisów wprowadzających tzw. wakacje kredytowe³⁷⁷ czyli możliwość czasowego zawieszenia spłaty kredytu hipotecznego zaciągniętego w walucie polskiej na wniosek kredytobiorcy³⁷⁸. Przyspieszone tempo prac nad tymi przepisami wykorzystano więc by ostatecznie uchwalić ustawę ECSP. Pomijając przepisy dotyczące ułatwień dla kredytobiorców, celem nowego aktu prawnego było zapewnienie stosowania Rozporządzenia 2020/1503 jak również implementacja dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/1504 z dnia 7 października 2020 r. zmieniającej Dyrektywę 2014/65/UE³⁷⁹.

Ustawa ECSP doprecyzowała przepisy Rozporządzenia 2020/1503 w kwestiach, które prawodawca unijny pozostawił do decyzji państw członkowskich. Po pierwsze, wskazała Komisję Nadzoru Finansowego jako organ właściwy do nadzoru nad dostawcami usług finansowania społecznościowego jak również przyznała jej stosowne

³⁷⁶ Na ten dzień datowana jest pierwsza wersja Projektu ustawy finansowaniu społecznościowym, choć w Rządowym Centrum Legislacji dokument pojawił się dopiero 4 maja 2021 r.

³⁷⁷ Kredytobiorcy domagają się wakacji kredytowych. Müller: projekt do konsultacji, <https://superbiz.se.pl/wiadomosci/rzad-juz-ma-bat-na-banki-rzecznik-rzadu-ujawnia-szczegoly-aa-Qfzq-k7vB-isJw.html> [dostęp: 30.09.2022 r.].

³⁷⁸ Zob. art. 73 Ustawy ECSP.

³⁷⁹ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/1504 z dnia 7 października 2020 r. zmieniającej dyrektywę 2014/65/UE w sprawie rynków instrumentów finansowych (Dz. Urz. UE L 347 z 20.10.2020, str. 50).

kompetencje nadzorcze. Po drugie, określiła sankcje administracyjne i karne za naruszenie przepisów Rozporządzenia 2020/1503 lub przepisów krajowych wydanych na jego podstawie. Po trzecie, wprowadziła odpowiedzialność cywilnoprawną i karną za poprawność i prawdziwość informacji podawanych w arkuszu kluczowych informacji inwestycyjnych. Oprócz powyższego, ustawa ECSP uregulowała również szereg innych zagadnień, których normowanie nie było obligatoryjne na gruncie unijnych przepisów, w szczególności dotyczących tajemnicy zawodowej, zasad przechowywania dokumentacji w związku ze świadczeniem usługi finansowania społecznościowego, dokumentów informacyjnych sporządzanych w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych czy wreszcie, publicznego promowania nabycia lub objęcia udziałów w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością. Doniosłość tych przepisów uzasadnia odrębne przeanalizowanie każdego z zagadnień³⁸⁰.

2.2. Komisja Nadzoru Finansowego jako organ właściwy do nadzoru nad dostawcami usług finansowania społecznościowego

Ustawa ECSP wyznaczyła KNF jako organ odpowiedzialny za wykonywanie funkcji i obowiązków określonych w Rozporządzeniu 2020/1503. Mocą art. 55 znowelizowano ustawę z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym³⁸¹ wskazując że KNF jest właściwym organem w rozumieniu Rozporządzenia 2020/1503³⁸² i rozszerzając ustawowy katalog podmiotów nadzorowanych o dostawców usług finansowania społecznościowego³⁸³.

Warto zwrócić uwagę, że przepisy Rozporządzenia 2020/1503 nie przewidywały wymogu, by organami właściwymi w sprawach wynikających z tego rozporządzenia były wyłącznie organy nadzoru finansowego. Prawodawca unijny dopuścił bowiem możliwość wyznaczenia przez państwo członkowskie więcej niż jednego organu i

³⁸⁰ Z uwagi na to, że problematyka niniejszej rozprawy ograniczona jest wyłącznie do crowdfundingu inwestycyjnego, niżej opisane zagadnienia będą koncentrować się na tym typie finansowania społecznościowego. W celu uniknięcia wątpliwości wyjaśnić jednak należy, że ustawa ECSP kompleksowo reguluje również crowdfunding pożyczkowy w takim samym zakresie jak crowdfunding inwestycyjny.

³⁸¹ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz. U. z 2023 r. poz. 188.), dalej: „ustawa o nadzorze nad rynkiem kapitałowym”.

³⁸² Zob. art. 3 ust. 2 ustawy o nadzorze nad rynkiem.

³⁸³ Zob. art. 5 pkt 24 ustawy o nadzorze nad rynkiem kapitałowym.

odpowiedniego podziału kompetencji pomiędzy nimi. Polski prawodawca nie skorzystał jednak z tej możliwości i powierzył wykonywanie wszystkich funkcji wynikających z Rozporządzenia 2020/1503 organowi nadzoru finansowego (KNF). Na problemy praktyczne związane z przyjęciem takiego rozwiązania zwrócił uwagę już sam UKNF w uwagach do pierwszej wersji Projektu. UKNF trafnie zauważył, że Rozporządzenie 2020/1503 zawiera obszerna regulację poświęconą formułowaniu komunikatów marketingowych. Nadzorowanie tego obszaru – zgodnie z polskimi przepisami³⁸⁴ – należy z kolei do kompetencji UOKiK, co oznacza, że KNF, będąc organem odpowiadającym za stosowanie przepisów Rozporządzenia 2020/1503, nie odpowiada jednocześnie za nadzorowanie przestrzegania i za egzekwowanie przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych mających zastosowanie do komunikatów marketingowych dostawców usług finansowania społecznościowego. Zdaniem UKNF powyższe w praktyce może prowadzić do sytuacji, w której obowiązki sprawozdawcze KNF względem ESMA, o których mowa w art. 28 ust. 8 Rozporządzenia 2020/1503 będą realizowane w sposób niekompletny. UKNF zaproponował tym samym nałożenie na UOKiK obowiązku przekazywania KNF corocznych sprawozdań z działań w zakresie egzekwowania przepisów prawa. Uwaga ta nie została jednak uwzględniona³⁸⁵.

Na mocy ustawy ECSP KNF została wyposażona w nowe kompetencje umożliwiające jej sprawowanie skutecznego nadzoru nad dostawcami usług finansowania społecznościowego dotyczące. m.in. dostępu KNF do informacji poufnych i informacji stanowiących tajemnicę zawodową³⁸⁶ przeprowadzania kontroli działalności dostawców usług finansowania społecznościowego³⁸⁷ przekazywania do publicznej wiadomości istotnych informacji, które mogą mieć wpływ na funkcjonowanie rynku usług

³⁸⁴ W szczególności na mocy ustawy z dnia 23 sierpnia 2007 r. o przeciwdziałaniu nieuczciwym praktykom rynkowym (Dz. U. z 2017 poz. 2070 ze zm.).

³⁸⁵ Ustosunkowując się do tej uwagi Ministerstwa Finansów wskazało, że jego zdaniem pozostawienie KNF jako organu właściwego do celów przekazywania ESMA sprawozdań, o których mowa w art. 28 ust. 8 Rozporządzenia 2020/1503 jest optymalnym rozwiązaniem. Zasugerowano jednocześnie, że w celu usprawnienia współpracy pomiędzy dwoma organami, KNF może zawrzeć z UOKiK porozumienie, na mocy którego UOKiK będzie corocznie przekazywał KNF informacje niezbędne do pełnego i rzetelnego sporządzenia sprawozdania dla ESMA. Ustawa ECSP nie przewidywała jednak obowiązku zawarcia takiego porozumienia.

Zob. uwaga nr 5 od UKNF, Dokument zatytułowany „Crowdfunding- zestawienie uwag”

<https://legislacja.rcl.gov.pl/projekt/12346354/katalog/12785249#12785249> [dostęp: 31.03.2023 r.].

³⁸⁶ Zob. art. 8 ust. 1 pkt 8) ustawy ECSP.

³⁸⁷ Zob. art. 13 ust. 3 ustawy ECSP.

finansowania społecznościowego, aby zapewnić inwestorom ochronę lub prawidłowe funkcjonowanie tego rynku³⁸⁸ czy możliwości nakazania wstrzymania rozpoczęcia lub zakazania rozpoczęcia oferty finansowania społecznościowego, nakazania wstrzymania rozpoczęcia lub zakazania przekazywania komunikatów marketingowych oraz nakazania wstrzymania świadczenia usług finansowania społecznościowego³⁸⁹.

Wzorując się na przepisach 162–164 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, ustawa ECSP doprecyzowała również kwestię opłat za nadzór nad dostawcami usług finansowania społecznościowego sprawowany przez KNF. Udzielenie zezwolenia na podstawie Rozporządzenia 2020/1503, w pełnym zakresie świadczenia usług finansowania społecznościowego (tj. zarówno crowdfundingu inwestycyjnego jak i crowdfundingu pożyczkowego), podlega opłacie nie większej niż 4500 EUR³⁹⁰. Wysokości opłaty za zezwolenie cząstkowe, tj. dotyczące wyłącznie czynności z art. 2 ust. 1 lit. a pkt (i) lub (ii) Rozporządzenia 2020/1503, jak również sposób i terminy uiszczania tych opłat mają z kolei zostać doprecyzowane w rozporządzeniu ministra finansów w sprawie opłat na pokrycie kosztów nadzoru³⁹¹ wydanym na podstawie art. 17 ust. 14 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym³⁹². Roczna opłata z tytułu nadzoru KNF została uregulowana w sposób analogiczny do domów maklerskich tj. będzie ustalana na podstawie średniej wartości przychodów w okresie ostatnich trzech lat obrotowych poprzedzających rok, za który opłata jest należna w wysokości nie większej niż 0,5% tej średniej, jednak nie mniej niż równowartość w złotych 750 euro³⁹³.

2.3.Sankcje administracyjne za naruszenie przepisów Rozporządzenia 2020/1503 lub przepisów krajowych wydanych na jego podstawie

³⁸⁸ Zob. art. 29 ustawy ECSP.

³⁸⁹ Zob. art. 23-25 ustawy ECSP.

³⁹⁰ Zob. art. 31 ustawy ECSP.

³⁹¹ Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 14 grudnia 2022 r. w sprawie opłat na pokrycie kosztów nadzoru nad rynkiem kapitałowym (Dz. U. z 2022 r. poz. 2748).

³⁹² Zob. art. 17 ust. 14 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz. U. z 2023 r. poz. 188.).

³⁹³ Zob. art. 32 ust. 1 ustawy ECSP.

Przepisy art. 33 i art. 34 ustawy ECSP określają sankcje administracyjne za naruszenie przepisów ustawy i rozporządzenia 2020/1503 oraz środki naprawcze. Przepisy te stanowią realizację art. 39 ust. 1 i 2 Rozporządzenia 2020/1503, które wymagają, by państwa członkowskie przyznały właściwym organom uprawnienia do nakładania kar administracyjnych i podejmowania innych skutecznych, proporcjonalnych i odstrasżających środków administracyjnych.

Na mocy art. 33 ust. 1 ustawy ECSP KNF uzyskała uprawnienie do nakazywania w drodze decyzji zaprzestania działań skutkujących powstaniem naruszeń i niepodejmowania tych działań w przyszłości albo nałożenia na tego dostawcę kary pieniężnej do wysokości nieprzekraczającej kwoty 2 250 000 zł albo kwoty stanowiącej równowartość nie więcej niż 5% całkowitych rocznych obrotów dostawcy usług finansowania społecznościowego wykazanych w ostatnim zbadanym sprawozdaniu finansowym za rok obrotowy, a w przypadku braku takiego sprawozdania – w wysokości nie wyższej niż 5% prognozowanych całkowitych rocznych obrotów dostawcy w pierwszym roku działalności albo zastosowania obu sankcji łącznie³⁹⁴. Wskazana wysokość kary stanowi konsekwencję tego, że maksymalna wysokość administracyjnej kary pieniężnej została przez art. 39 ust. 2 lit. e oraz f Rozporządzenia 2020/1503 ustanowiona na poziomie 500 000 euro (lub równowartości 500 000 euro w walucie krajowej na dzień 9 listopada 2020 r.³⁹⁵). Porównując maksymalną wysokość kary możliwej do nałożenia na dostawcę usług finansowania społecznościowego z maksymalnymi karami administracyjnymi przewidzianymi dla innych instytucji finansowych należy stwierdzić, że jest ona stosunkowo łagodna. Dla przykładu, w przypadku domów maklerskich, które naruszają przepisy regulujące ich działalność

³⁹⁴ Tj. nakazać dostawcy usług finansowania społecznościowego zaprzestanie działań skutkujących powstaniem naruszeń i niepodejmowanie tych działań w przyszłości oraz nałożyć na tego dostawcę karę pieniężną do wysokości nieprzekraczającej kwoty 2 250 000 zł albo kwoty stanowiącej równowartość nie więcej niż 5% całkowitych rocznych przychodów dostawcy usług finansowania społecznościowego wykazanych w ostatnim zbadanym sprawozdaniu finansowym za rok obrotowy, a w przypadku braku takiego sprawozdania - w wysokości nie większej niż 5% prognozowanych całkowitych rocznych przychodów tego dostawcy w pierwszym roku działalności, jeżeli przekracza ona 2 250 000 zł.

³⁹⁵ Zgodnie z informacją o kursie wymiany euro, opracowaną przez Europejski Bank Centralny (*Euro Foreign Exchange Reference Rates, 09 November 2020*, dostępna na stronie internetowej <https://www.ecb.europa.eu/stats/exchange/eurofxref/shared/pdf/2020/11/20201109.pdf> [dostęp: 31.03.2023 r.], kurs euro wynosił 4,467 zł. Po przeliczeniu kwoty 500 000 euro na złote polskie daje to kwotę 2 233 500 zł. Prawodawca zaokrąglił tę kwotę w górę do 2 250 000 zł

maksymalna kara została ustanowiona na poziomie 21 312 000 zł albo kwoty stanowiącej równowartość 10% całkowitego rocznego przychodu wykazanego w ostatnim zbadanym sprawozdaniu finansowym za rok obrotowy, a w przypadku braku takiego sprawozdania - karę pieniężną w wysokości do 10% prognozowanego przychodu w pierwszym roku działalności³⁹⁶.

2.4. Sankcje karne za nieuprawnione świadczenie usług finansowania społecznościowego

Ustawa ECSP w art. 37 wprowadza sankcję karną za świadczenie usług finansowania społecznościowego bez zezwolenia, o którym mowa w art. 12 Rozporządzenia 2020/1503. Maksymalna wysokość grzywny jaka grozi za popełnienie tego przestępstwa wynosi 5 000 000 zł i jest taka sama jak w przypadku prowadzenia bez wymaganego zezwolenia działalności w zakresie obrotu instrumentami finansowymi³⁹⁷. Warto zwrócić uwagę, że prawodawca ograniczył katalog kar wyłącznie do grzywny, nie przewidując możliwości orzeczenia kary pozbawienia wolności lub obu tych kar łącznie, tak jak ma to miejsce na przykład w przypadku nieuprawnionego prowadzenia działalności w zakresie świadczenia usług płatniczych lub w zakresie wydawania pieniądza elektronicznego³⁹⁸.

Podkreślenia wymaga również, że karą grzywny do 5 000 000 zł zagrożone zostało prowadzenie działalności polegającej na prowadzeniu publicznie dostępnego internetowego systemu informacyjnego kojarzącego inwestorów z właścicielami projektów ubiegającymi się o finansowanie przedsięwzięć gospodarczych ze środków pochodzących z emitowanych przez nich zbywalnych papierów wartościowych w sposób inny niż określony w Rozporządzeniu 2020/1503³⁹⁹. Intencją prawodawcy było tym samym uniemożliwienie przedsiębiorcom obchodzenia przepisów poprzez prowadzenie

³⁹⁶ Zob. art. 167 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.

³⁹⁷ Zob. art. 178 ust. 1 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.

³⁹⁸ Zob. art. 151 ust. 1 ustawy o usługach płatniczych.

³⁹⁹ Zob. art. 38 ustawy ECSP. Wyjaśnienia wymaga, że wskazany przepis sankcjonuje również prowadzenie publicznie dostępnego internetowego systemu informacyjnego kojarzącego inwestorów z właścicielami projektów ubiegającymi się o finansowanie przedsięwzięć gospodarczych ze środków pochodzących udzielonych im pożyczek w sposób inny niż określony w Rozporządzeniu 2020/1503.

działalności, której istota jest zbliżona do crowdfundingu inwestycyjnego, a która jednocześnie nie spełnia definicji usługi finansowania społecznościowego określonej w art. 2 ust. 1 pkt ii Rozporządzenia 2020/1503. Przypomnieć należy, że na gruncie wskazanego przepisu usługa finansowania społecznościowego oznacza kojarzenie inwestorów zainteresowanych finansowaniem przedsięwzięć gospodarczych z właścicielami projektów z wykorzystaniem platformy finansowania społecznościowego, obejmujące subemisję bez gwarancji przejęcia emisji, o której mowa w sekcji A pkt 7 załącznika I do Dyrektywy 2014/65/UE, w odniesieniu do zbywalnych papierów wartościowych i instrumentów dopuszczonych na potrzeby finansowania społecznościowego, wystawionych przez właścicieli projektów lub spółkę celową, oraz przyjmowanie i przekazywanie zleceń klientów, o którym mowa w sekcji A pkt 1 załącznika I do Dyrektywy 2014/65/UE, w odniesieniu do tych zbywalnych papierów wartościowych i instrumentów dopuszczonych na potrzeby finansowania społecznościowego. Dla sprecyzowania definicji crowdfundingu inwestycyjnego na gruncie Rozporządzenia 2020/1503 kluczowe ma zatem odwołanie do dwóch rodzajów usług inwestycyjnych określonych w Dyrektywie 2014/65/UE: subemisji bez gwarancji przejęcia emisji oraz przyjmowania i przekazywania zleceń klientów.

Na gruncie polskich przepisów, ekwiwalentem subemisji bez gwarancji przyjęcia emisji w rozumieniu Dyrektywy 2014/65/UE jest usługa oferowania instrumentów finansowych⁴⁰⁰ polegająca na podejmowaniu na rzecz emitenta papierów wartościowych, wystawcy instrumentu finansowego lub oferującego instrument finansowy czynności prowadzących do nabycia przez inne podmioty instrumentów finansowych, przez:

- a) prezentowanie, w dowolnej formie i w dowolny sposób, udostępnianych przez emitenta, wystawcę lub oferującego, informacji o instrumentach finansowych i

⁴⁰⁰ Katalog czynności maklerskich określony w art. 69 ust. 2 pkt 1-9 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, co do zasady wiernie odzwierciedla katalog usług inwestycyjnych określonych w sekcji A załącznika I do Dyrektywy 2014/65/UE, z zastrzeżeniem, że polski prawodawca implementując Dyrektywę 2014/65/UE posłużył się inną terminologią dla „subemisji instrumentów finansowych bez gwarancji przejęcia emisji” określając ją jako „oferowanie instrumentów finansowych” oraz wymienił tę usługę w innej kolejności niż przedstawiona w sekcji A załącznika I do Dyrektywy 2014/65/UE (punkt 6 zamiast punktu 7).

warunkach ich nabycia, stanowiących wystarczającą podstawę do podjęcia decyzji o nabyciu tych instrumentów lub

- b) pośredniczenie w zbywaniu instrumentów finansowych nabywanych przez podmioty w wyniku prezentowania informacji, o których mowa w pkt a, lub
- c) prezentowanie indywidualnie oznaczonym adresatom, w dowolnej formie i w dowolny sposób, udostępnianych przez emitenta, wystawcę lub oferującego informacji w celu:
 - promowania, bezpośrednio lub pośrednio, nabycia instrumentów finansowych lub
 - zachęcania, bezpośrednio lub pośrednio, do nabycia instrumentów finansowych⁴⁰¹.

Przyjmowanie i przekazywanie zleceń klientów to z kolei przyjmowanie zleceń nabycia lub zbycia papierów wartościowych lub instrumentów dopuszczonych na potrzeby finansowania społecznościowego i przekazywanie ich do innego podmiotu, w tym w szczególności do emitenta w celu ich wykonania lub kojarzenie dwóch lub więcej podmiotów w celu doprowadzenia do zawarcia transakcji między tymi podmiotami⁴⁰². W konsekwencji, literalne brzmienie Rozporządzenia 2020/1503 wskazuje, że prowadzenie przez operatora platformy crowdfundingowej działalności, która nie polega na świadczeniu usług opisanych powyżej (tj. nie polega na świadczeniu usługi subemisji bez gwarancji przejęcia emisji oraz przyjmowania i przekazywania zleceń klientów w rozumieniu sekcji A pkt 7 i 1 załącznika I do Dyrektywy 2014/65/UE) nie będzie stanowić świadczenia usług finansowania społecznościowego, a w tym samym nie będzie objęte zakresem zastosowania Rozporządzenia 2020/1503. To z kolei oznacza, że działalność operatorów platform crowdfundingowych prowadzona w Polsce na zasadach obowiązujących przed uchwaleniem Rozporządzenia 2020/1503 ograniczająca rolę platformy wyłącznie do czynności informacyjnych i marketingowych nie wymagałaby

⁴⁰¹ Zob. art. 72 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Mimo podobieństw terminologicznych, Subemisja bez gwarancji przyjęcia emisji, o której mowa w sekcji A pkt 1 załącznika I do Dyrektywy 2014/65/UE nie może być utożsamiana z tzw. subemisją usługową lub inwestycyjną, dokonywaną na podstawie umowy o gwarancję emisji o której mowa w art. 4 pkt 13a ustawy o ofercie publicznej. Więcej o subemisji usługowej i inwestycyjnej: K. Haładyj, *Subemisja w obrocie papierami wartościowymi*, „Monitor prawa bankowego” 07-08/2014, s. 91.

⁴⁰² Zob. art. 74b ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.

uzyskania zezwolenia na prowadzenie działalności w charakterze dostawcy usług finansowania społecznościowego. W celu uniknięcia niejednorodnych reżimów prawnych przewidzianych dla podmiotów prowadzących zbliżoną działalność, polski prawodawca zdecydował się na przyjęcie zasady, zgodnie z którą usługa crowdfundingu inwestycyjnego może być świadczona przez operatora platformy wyłącznie na zasadach określonych w Rozporządzeniu 2020/1503⁴⁰³.

2.5.Odpowiedzialność za poprawność i prawdziwość informacji podawanych w arkuszu kluczowych informacji inwestycyjnych

Ustawa ECSP wprowadziła do polskiego porządku prawnego przepisy przewidujące odpowiedzialność zarówno cywilną jak i karną za poprawność i prawdziwość informacji podanych w arkuszu kluczowych informacji inwestycyjnych. Warto w tym miejscu poczynić uwagę, że na mocy art. 23 ust.10 Rozporządzenia 2020/1503 państwa członkowskie zostały zobligowane wyłącznie do uchwalenia przepisów określających odpowiedzialność cywilnoprawną w tym zakresie. Nie oznacza to bynajmniej, że możliwość wprowadzenia ewentualnej odpowiedzialności prawnokarnej – obok odpowiedzialności cywilnoprawnej – została wyłączona lub ograniczona. Zgodnie bowiem z art. 39 ust. 1 Rozporządzenia 2020/1503 państwa członkowskie mają prawo do wprowadzenia i nakładania sankcji karnych za naruszenie przepisów Rozporządzenia 2020/1503 – polski prawodawca w ustawie ECSP skorzystał z tego uprawnienia nie tylko w odniesieniu do podejmowania działalności w charakterze dostawcy usług finansowania społecznościowego bez wymaganego zezwolenia lub wbrew warunkom tego zezwolenia ale także w odniesieniu do naruszenia przepisów dotyczących sporządzania arkusza kluczowych informacji inwestycyjnych. Zasady odpowiedzialności przewidziane w ustawie ECSP zostały więc ukształtowane analogicznie do zasad odpowiedzialności za informacje podane w dokumentach sporządzanych w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych, zgodnie z ustawą o ofercie publicznej.

⁴⁰³ Powyższe nie wyklucza jednocześnie możliwości przeprowadzania emisji papierów wartościowych przez emitenta samodzielnie tj. z pominięciem platformy finansowania społecznościowego na zasadach określonych w ustawie o ofercie publicznej.

2.5.1. Odpowiedzialność cywilnoprawna

W myśl art. 35 ust. 1 ustawy ECSP, odpowiedzialność za zgodność informacji zawartych w arkuszu kluczowych informacji inwestycyjnych ze stanem faktycznym oraz za to, że arkusz ten nie pomija niczego, co mogłoby wpływać na jego znaczenie, w szczególności za to, że zawarte w nim informacje są rzetelne, jasne, dokładne, kompletne i nie wprowadzają w błąd oraz że dokument nie pomija kluczowych informacji niezbędnych do podjęcia decyzji inwestycyjnej, ponoszą dwa podmioty: właściciel projektu oraz podmiot sporządzający informację lub biorący udział w jej sporządzeniu.

Podkreślenia wymaga, że ustawa ECSP przyjęła rozwiązanie, że właściciel projektu ponosi pełną odpowiedzialność za wszystkie informacje zamieszczone w arkuszu kluczowych informacji inwestycyjnych, natomiast pozostałe podmioty odpowiadają wyłącznie za ten fragment (te informacje) które sporządziły lub w której sporządzeniu brały udział⁴⁰⁴. Ponoszenie przez właściciela projektu odpowiedzialności cywilnej za wszelkie informacje ma głębokie uzasadnienie zważywszy na to, że to właśnie właściciel projektu posiada najpełniejsze i najbardziej aktualne informacje dotyczące spółki i samego projektu, które następnie udostępnia pozostałym podmiotom wspierającym go w sporządzeniu arkusza kluczowych informacji inwestycyjnych. Dodatkowo, to właściciel projektu ostatecznie skorzysta ze środków finansowych zebranych w ramach oferty finansowania społecznościowego na podstawie udostępnionego arkusza kluczowych informacji inwestycyjnych, z tego powodu to w jego interesie jest przedstawienie informacji w sposób umożliwiający zebranie jak najwyższej kwoty⁴⁰⁵. Ograniczenie zakresu odpowiedzialności podmiotów innych niż właściciel projektu wyłącznie do informacji, które sporządziły lub w której sporządzeniu brały udział wydaje się być podyktowane względami praktycznymi (realiami rynkowymi). Jest to bez wątpienia rozwiązanie zabezpieczające podmioty, które

⁴⁰⁴ Na podobnej zasadzie została ukształtowana odpowiedzialność za informacje przekazane w prospekcie. Zob. art. 22 ustawy o ofercie publicznej.

⁴⁰⁵ Tak również J. Róg-Dyrda, P. Wajda na tle odpowiedzialności emitenta określonej w ustawie o ofercie publicznej zob. J. Róg-Dyrda, P. Wajda, *Art. 98 ustawy o ofercie publicznej* [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*. Warszawa 2018, Legalis.

wspierają właściciela projektu w opracowaniu arkusza kluczowych informacji inwestycyjnych, bowiem istotnie ograniczają możliwość realizacji roszczeń inwestorów na wypadek zaistnienia sytuacji, w której rzeczywisty stan rzeczy różni się od przedstawionego w dokumencie⁴⁰⁶. Przyjęcie odmiennego podejścia mogłoby doprowadzić w istocie do sytuacji, w której podmioty zewnętrzne niechętnie świadczyłyby usługi na rzecz właścicieli projektów w obawie przed ewentualną solidarną odpowiedzialnością za wszystkie informacje zawarte w arkuszu. Warto dodatkowo odnotować, że mimo iż odpowiedzialność: właściciela projektu i podmiotu sporządzającego informację lub biorącego udział w jej sporządzeniu, o których mowa w art. 35 ust. 1 – jest solidarna i nie można jej ograniczyć albo wyłączyć, to prawodawca dopuścił możliwość zawierania między tymi podmiotami umów określających wzajemne zobowiązania podmiotów odpowiedzialnych, z tytułu odpowiedzialności solidarnej⁴⁰⁷. Zawarcie takich umów nie wpłynie bowiem na sytuację poszkodowanego.

Pewne wątpliwości może budzić kwestia ustalenia kogo należy uważać za „*podmiot sporządzający informację lub biorący udział w jej sporządzeniu*”. Biorąc pod uwagę, że przepisy ustawy ECSP nie zawężają zakresu znaczeniowego tych pojęć, należy rozumieć je możliwie najszerzej (tj. jako „ktokolwiek”). W praktyce będą to zatem wszystkie podmioty, które świadczą profesjonalną pomoc właścicielowi projektu w opracowaniu arkusza kluczowych informacji inwestycyjnych na przykład: kancelarie prawne, analitycy finansowi, podmioty świadczące usługi konsultingowe lub doradztwo strategiczne i biznesowe, agencje copywriterskie. Dodatkowo, w celu usunięcia ewentualnych niejasności na tym tle arkusz powinien zawierać wskazanie osób odpowiedzialnych za informacje w nim zawarte, z podaniem ich: imienia, nazwiska oraz funkcji – w przypadku osób fizycznych lub firmy (nazwy) i siedziby – w przypadku osób

⁴⁰⁶ Podobne uwagi przedstawiał też M. Dyl na gruncie zasad odpowiedzialności za informacje przekazane w prospekcie określonych w ustawie o ofercie publicznej. Autor zwrócił uwagę, że taki mechanizm prowadzi do sytuacji, w której zawinione zaniechanie przez doradcę zbadania podanych przez emitenta danych, za które doradcy formalnie nie odpowiadają, może uniemożliwić inwestorowi realizację roszczeń. Zob. M. Dyl, Art. 22 [w]: A. Chłopecki, M. Dyl (red.), *Ustawa o ofercie publicznej*, Warszawa 2014, LEX, za M. Kuźnicka, M. Marczuk, Art. 22 ustawy o ofercie publicznej [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego...*, op.cit., Legalis.

⁴⁰⁷ Zob. 36 ust. 4 i 5 ustawy ECSP.

prawnych⁴⁰⁸. Osoby te są ponadto zobowiązane złożyć oświadczenie, że zgodnie z ich najlepszą wiedzą zawarte w arkuszu informacje są zgodne ze stanem faktycznym i arkusz nie pomija niczego, co mogłoby wpływać na jego znaczenie, w szczególności, że zawarte w nim informacje są rzetelne, jasne, dokładne i nie wprowadzają w błąd oraz że arkusz nie pomija kluczowych informacji niezbędnych do podjęcia decyzji inwestycyjnej⁴⁰⁹. Należy jednocześnie podzielić pogląd wyrażany na tle odpowiedzialności za informacje zamieszczone w prospekcie, że niewymienienie danej osoby w treści dokumentu jako osoby sporządzającej informację nie skutkuje wyłączeniem jej odpowiedzialności⁴¹⁰.

Ustawa ECSP oparła odpowiedzialność za informacje zamieszczone w arkuszu kluczowych informacji inwestycyjnych na zasadzie winy. Wynika to *expressis verbis* z art. 36 ust. 1, zgodnie z którym podmiot odpowiedzialny za informacje przekazane w arkuszu jest obowiązany do naprawienia szkody wyrządzonej przez zamieszczenie informacji niezgodnej ze stanem faktycznym lub pominięcie informacji, która mogłaby mieć wpływ na znaczenie dokumentu, w tym zamieszczenie informacji nierzetelnej, niejasnej, niedokładnej, niekompletnej lub wprowadzającej w błąd lub pominięcie kluczowej informacji niezbędnej do podjęcia decyzji inwestycyjnej, chyba że ani on ani osoby, za które ponosi odpowiedzialność, nie ponoszą winy. Wśród przedstawicieli nauki prawa cywilnego dominuje co do zasady stanowisko aprobujące normatywną teorię winy, która w uproszczeniu sprowadza winę do możliwość postawienia określonemu podmiotowi zarzutu, że zachował się w sposób sprzeczny z normą postępowania, w sytuacji gdy miał on możliwość dania posłuchu tej normie⁴¹¹. Szczęólnego podkreślenia wymaga, że na gruncie opisywanej regulacji przyjęto domniemanie winy, które dotyczy osób odpowiedzialnych za informacje zawarte w arkuszu kluczowych informacji inwestycyjnych. Mechanizm ten ma za zadanie chronić inwestora poprzez wzmocnienie

⁴⁰⁸ Ustawa ECSP nie odnosi się do jednostek organizacyjnych nieposiadających osobowości prawnej, którym przyznaje się zdolność prawną.

⁴⁰⁹ W przypadku osób prawnych oświadczenie może złożyć wyłącznie członek organu zarządzającego tego podmiotu zgodnie z obowiązującymi zasadami reprezentacji (art. 35 ust. 5 ustawy ECSP).

⁴¹⁰ Tak T. Sójka, *Odpowiedzialność odszkodowawcza za upublicznienie fałszywych informacji w prospekcie emisyjnym w świetle dyrektywy prospektowej*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2006/4, s. 52.

⁴¹¹ Tak np. P. Machnikowski, *Odpowiedzialność za własne czyny* [w:] A. Olejniczak (red.) *Prawo zobowiązań - część ogólna. System Prawa Prywatnego*. Tom 6, Warszawa 2014 s. 424 i podana tam literatura, zob. też M. Zelek, *Komentarz do art. 415* [w:] M. Gutowski (red.), *Kodeks cywilny. Tom II. Komentarz. Art. 353–626*. Wyd. 3, Legalis.

jego pozycji procesowej i zwolnienie go z obowiązku wykazywania, że naruszenie ustawy ECSP było działaniem zawinionym. Wyjaśnić jednocześnie należy, że domniemanie to ma charakter wrzuszalny, co oznacza, że można obalić je przez udowodnienie, że podmiot któremu zarzuca się czyn winy nie ponosi⁴¹². W praktyce wzruszenie domniemania ustanowionego w art. 36 ust. 1 ustawy ECSP może jednak być utrudnione poprzez wymóg dochowania podwyższonego standardu staranności, jakiej wymaga się od podmiotów profesjonalnych, co wynika nie tylko z art. 355 § 2 kodeksu cywilnego ale także z art. 36 ust. 6 ustawy ECSP. W literaturze podnosi się, że wymóg staranności polegający na konieczności gruntownego przeanalizowania udostępnionych dokumentów, praktycznie wyklucza niezawinione wyrządzenie szkody⁴¹³. Skorzystanie z przeciwdowodu może jednak mieć miejsce na przykład w sytuacji zatajenia przez właściciela projektu niektórych umów lub faktów przed podmiotami uczestniczące w sporządzaniu informacji zawartych w arkuszu kluczowych informacji inwestycyjnych⁴¹⁴.

Odpowiedzialność cywilnoprawna za treść arkusza kluczowych informacji inwestycyjnych oraz arkusza kluczowych informacji inwestycyjnych na poziomie platformy została uregulowana analogicznie do odpowiedzialności za treść dokumentów sporządzanych w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych na gruncie ustawy o ofercie publicznej. W uzasadnieniu do ustawy o finansowania społeczeństwem trafnie wskazano, że skoro arkusz kluczowych informacji inwestycyjnych pełni w obrocie gospodarczym zbliżoną rolę do prospektu, memorandum informacyjnego oraz dokumentu informacyjnego to rodzaj odpowiedzialności oraz konsekwencje prawne nierzetelnego przekazywania informacji w tych dokumentach powinny być jednakowe⁴¹⁵.

W doktrynie nie są prezentowane jednoznaczne argumenty przemawiające za tym, czy odpowiedzialność za treść arkusza kluczowych informacji inwestycyjnych ma charakter odpowiedzialności deliktowej czy kontraktowej. Podobne zresztą wątpliwości

⁴¹² Zgodnie z art. 234 KPC ustawy z dnia 17 listopada 1964 r. – Kodeks postępowania cywilnego (Dz. U. 2021 poz. 1805 ze zm.), zgodnie z którym domniemania ustanowione przez prawo wiążą sąd, jednak mogą być obalone, ilekroć ustawa tego nie wyłącza.

⁴¹³ Tak T. Sójka, *Odpowiedzialność cywilna* [w:] T. Sójka (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, Warszawa 2015, s. 571. Wskazany pogląd został wyrażony na tle odpowiedzialności uregulowanej w ustawie o ofercie publicznej.

⁴¹⁴ Podobnie J. Róg-Dyrda, P. Wajda na tle odpowiedzialności emitenta określonej w ustawie o ofercie publicznej zob. J. Róg-Dyrda, P. Wajda, *Art. 98 ...*, *op.cit.*, Legalis.

⁴¹⁵ Zob. Uzasadnienie do projektu ustawy ECSP, druk 2269.

pojawiają się na tle analogicznej odpowiedzialności za treść dokumentów sporządzanych w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych na gruncie ustawy o ofercie publicznej⁴¹⁶. Powyższe ma istotne znaczenie praktyczne, bowiem determinuje to, czy do powstania owej odpowiedzialności niezbędne jest istnienie określonego stosunku zobowiązaniowego pomiędzy inwestorem a osobą sporządzającą informację lub biorącą udział w jej sporządzeniu. Należy zgodzić się z poglądem, że silniejsze argumenty przemawiają za deliktowym charakterem takiej odpowiedzialności⁴¹⁷. Kluczowe znaczenie ma to, że przepisy wiążą ową odpowiedzialność z naruszeniem bezwzględnie obowiązujących przepisów prawa (tj. art. 35 ust. 1 ustawy ECSP). Dodatkowo, na mocy art. 36 ust. 4 ustawy ECSP wykluczono możliwość wyłączenia lub ograniczenia odpowiedzialności solidarnej⁴¹⁸. Warto jednocześnie przytoczyć tutaj argumentację przedstawianą na tle art. 98 ustawy o ofercie publicznej, zgodnie z którą kontraktowy charakter odpowiedzialności ma miejsce, w sytuacji w której inwestor nabywa w oparciu o informacje zawarte w prospekcie dane papiery wartościowe wprost od emitenta⁴¹⁹. Wydaje się jednak, że powyższa argumentacja mogłaby mieć ewentualne zastosowanie na gruncie ustawy ECSP wyłącznie do odpowiedzialności właściciela projektu (przy założeniu, że arkusz kluczowych informacji inwestycyjnych byłby traktowany jako oferta w rozumieniu art. 66 kodeksu cywilnego⁴²⁰), nie zaś innych podmiotów odpowiedzialnych zgodnie z art. 35 ust. 1 ustawy ECSP (tj. podmiotów sporządzających informację lub biorących udział w jej sporządzeniu). Trudno bowiem wyobrazić sobie w praktyce sytuację, w której inwestora będzie łączyć jakikolwiek stosunek

⁴¹⁶ zob. J. Róg-Dyrda, P. Wajda, *Art. 98 ..., op.cit.*, Legalis.

⁴¹⁷ Tak J. Róg-Dyrda, p. Wajda na tle odpowiedzialności określonej w ustawie o ofercie publicznej zob. J. Róg-Dyrda, P. Wajda, *Art. 98 ..., op.cit.*, Legalis., podobnie też SN w wyroku z 23.6.2020 r., V CSK 506/18, Legalis, i SA w Krakowie w wyroku z 16.1.2020 r., I ACa 1049/18, Legalis.

⁴¹⁸ To zdaniem T. Sójki przemawia za deliktowym charakterem odpowiedzialności określonej w ustawie o ofercie publicznej. Zob. T. Sójka, *Art. 98 [w:] T. Sójka (red.) Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych*. Komentarz, Warszawa 2010, LEX.

⁴¹⁹ K. Haładyj, *Ustawa o ofercie publicznej*. Komentarz, Warszawa 2009, s. 553

⁴²⁰ Tak o prospekcie emisyjnym P. Kawarski, *Czym jest prospekt emisyjny. Oferta nabycia papierów wartościowych*, „Rzeczpospolita” Nr 79/1998, s. 20. Słuszność należy przyznać M. Romanowskiemu, że oświadczenia zawarte w prospekcie emisyjnym należy interpretować stosownie do okoliczności, co oznacza, że w zależności od konkretnego przypadku może być on kwalifikowany jako oferta w rozumieniu art. 66 kodeksu cywilnego lub też nie. Zob. M. Romanowski, *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi*, 1999, s. 381

zobowiązaniowy z innym niż właściciel projektu podmiotem biorącym udział w sporządzaniu arkusza kluczowych informacji inwestycyjnych (np. kancelarią prawną czy analitykiem finansowym). W świetle powyższego należy skłonić się ku stanowisku analogicznemu do tego prezentowanego na gruncie art. 98 ustawy o ofercie publicznej, że odpowiedzialność za informacje zawarte w arkuszu kluczowych informacji inwestycyjnych ma co do zasady charakter odpowiedzialności deliktowej, jednak w określonych okolicznościach nie można wykluczyć również odpowiedzialności kontraktowej⁴²¹.

2.5.2. Odpowiedzialność prawnokarna

Ustawa o ustawy ECSP sankcjonuje zarówno przekazywanie w arkuszu kluczowych informacji inwestycyjnych nieprawdziwych danych jak również zatajanie danych wpływających w istotny sposób na treść tych informacji. Popęlnienie wyżej opisanego przestępstwa zagrożone jest karą grzywny do 5 000 000 zł albo karą pozbawienia wolności od 6 miesięcy do lat 5, albo obiema tymi karami łącznie. Tej samej karze podlega również osoba dopuszczająca się opisanego czynu działając w imieniu lub w interesie osoby prawnej lub jednostki organizacyjnej nieposiadającej osobowości prawnej.

Wspomnieć należy że przestępstwo dokonywania oferty finansowania społecznościowego, której przedmiotem są papiery wartościowe bez udostępnienia do publicznej wiadomości arkusza kluczowych informacji inwestycyjnych nie zostało uregulowane w przepisach poświęconych crowdfundingowi, lecz w znowelizowanej ustawie o ofercie publicznej. Ustawa ECSP zmieniła brzmienie art. 99 ust. 1 punkt 4) ustawy o ofercie dodając do katalogu czynności podlegających grzywnie do 10 000 000 zł albo karze pozbawienia wolności do lat 2, albo obu tym karom łącznie również dokonywanie oferty publicznej papierów wartościowych bez udostępnienia do informacji

⁴²¹ J. Róg-Dyrda, P. Wajda, *Art. 98 ...*, *op.cit.*, Legalis.

publicznej arkusza kluczowych informacji inwestycyjnych wymaganego przepisami ustawy o ofercie publicznej i Rozporządzenia 2020/1503⁴²².

2.6. Tajemnica zawodowa

Mimo, że w toku wykonywania usług finansowania społecznościowego, dostawca usług uzyskuje dostęp do szczegółowych danych o poufnym charakterze dotyczących inwestorów⁴²³ oraz właścicieli projektów⁴²⁴, Rozporządzenie 2020/1503 nie zawiera przepisów regulujących ochronę takich danych przed dostępem osób nieuprawnionych. Ustawa ECSP wypełnia tę lukę określając zasady postępowania z informacjami stanowiącymi tajemnicę zawodową.

Zgodnie z art. 4 ustawy ECSP tajemnicą zawodową objęte są informacje dotyczące chronionych prawem interesów podmiotów, na rzecz których są świadczone usługi finansowania społecznościowego, uzyskane przez osoby wchodzące w skład organów statutowych dostawcy usług finansowania społecznościowego lub pozostające w stosunku pracy, zlecenia lub w innym stosunku prawnym o podobnym charakterze bezpośrednio z dostawcą usług finansowania społecznościowego lub też z jego kontrahentami⁴²⁵ w związku z czynnościami służbowymi podejmowanymi przez nie w ramach w stosunku pracy, zlecenia lub w innym stosunku prawnym o podobnym charakterze lub uzyskane w związku z innymi czynnościami podejmowanymi w ramach działalności prowadzonej na podstawie ustawy ECSP lub Rozporządzenia 2020/1503, objętej nadzorem Komisji lub zagranicznego organu nadzoru, jak również informacje dotyczące czynności podejmowanych w ramach wykonywania tego nadzoru. Obowiązek

⁴²² Na marginesie należy zauważyć, że w art. 38 ustawy ECSP wprowadzono taką samą karę za przeprowadzanie oferty finansowania społecznościowego związanej z udzielaniem przez inwestorów pożyczek, bez udostępnienia do publicznej wiadomości arkusza kluczowych informacji inwestycyjnych.

⁴²³ Chodzi w szczególności o informacje dotyczące sytuacji finansowej inwestora, jego wiedzy i doświadczenia w zakresie inwestycji (uzyskiwane np. w ramach przeprowadzania wstępnego testu wiedzy) czy liczby i charakteru projektów, w które inwestor zainwestował.

⁴²⁴ Chodzi w szczególności o informacje uzyskiwane w procesie wstępnej selekcji projektów, które mają być oferowane za pośrednictwem platformy w tym na przykład informacje dotyczące kondycji finansowej spółki, wyników finansowych za bieżący rok obrotowy, modelu biznesowego, planów rozwoju, otoczenia rynkowego i konkurencji, szacunkowej rentowności projektu itd.

⁴²⁵ To znaczy z podmiotami pozostającymi w stosunku zlecenia lub w innym stosunku prawnym o podobnym charakterze z dostawcą usług finansowania społecznościowego.

zachowania tajemnicy przez wyżej wymienione osoby (które w uproszczeniu można sprowadzić do członków organów oraz współpracowników dostawcy usług finansowania społecznościowego) istnieje również po zakończeniu pełnienia funkcji lub ustaniu stosunków prawnych⁴²⁶.

Przepis art. 4 jako przykładowe kategorie informacji objętych tajemnicą zawodową wymienia:

- a) dane identyfikujące stronę umowy lub innej czynności prawnej;
- b) treść umowy lub przedmiot innej czynności prawnej;
- c) informacje o decyzjach oraz dyspozycjach dotyczących środków finansowych zebranych od inwestorów⁴²⁷;

Ustawa ECSP w sposób precyzyjny określa katalog podmiotów, na żądanie których dopuszczalne jest ujawnienie informacji objętych tajemnicą zawodową. Lista podmiotów uprawnionych do żądania ujawnienia informacji stanowią odwzorowanie art. 149 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Do żądania ujawnienia informacji objętych tajemnicą zawodową zgodnie z art. 7 ustawy ECSP są uprawnione m.in. sądy oraz prokuratura, organy Krajowej Administracji Skarbowej, Prezes Najwyższej Izby Kontroli lub upoważniony przez niego kontroler, firma audytorska badająca sprawozdanie dostawcy usług finansowania społecznościowego, Policja i służby specjalne, komornik sądowy i Prezes UOKiK⁴²⁸. Na tym tle warto jednocześnie podkreślić, że przepis art. 7 określa również warunki pod którymi informacje te mogą zostać ujawnione⁴²⁹ lub też

⁴²⁶ Zob. art. 6 ust. 2 ustawy ECSP.

⁴²⁷ Dla crowdfundingu pożyczkowego ustawa ECSP wymienia również treść pełnomocnictwa udzielonego przez inwestora dostawcy usług finansowania społecznościowego w związku ze świadczeniem na jego rzecz przez tego dostawcę usługi indywidualnego zarządzania portfelem pożyczek. Należy jednocześnie pamiętać, że wskazany wyżej katalog ma charakter otwarty, zaś obowiązek zachowania tajemnicy zawodowej rozciąga się także na inne kategorie informacji. W literaturze poświęconej rynkowi kapitałowemu podkreśla się, że pojęcie tajemnicy zawodowej powinno być rozumiane jak najszerzej, tak by obejmować wszelkie dane indywidualizujące, treść zawartych umów, ich przedmiot oraz konsekwencje prawne w sferze sytuacji majątkowej beneficjentów tajemnicy, zob. A. Michór, Art. 280 [w:] R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*, Warszawa 2014, LEX; M. Bączyk, Art. 148 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, Warszawa 2018, Legalis

⁴²⁸ Szczegółowa lista podmiotów została określona w art. 7 pkt 1-18 ustawy ECSP.

⁴²⁹ Na żądanie Policji – na zasadach i w trybie określonych w art. 20 ustawy z dnia 6 kwietnia 1990 r. o Policji (Dz. U. z 2021 r. poz. 1882, z późn. zm.) zob. art. 7 pkt 9 ustawy ECSP.

dopuszczalny zakres ujawnianych informacji⁴³⁰. Zważywszy na to, że możliwość ujawnienia informacji stanowiących tajemnicę zawodową stanowi wyjątek od ogólnej zasady ochrony tych informacji, wskazany art. 7 katalog jak również określone w nim przesłanki należy interpretować wąsko, w myśl zasady *exceptiones non sunt extendendae*⁴³¹.

Niezależnie od przypadków możliwości ujawnienia informacji objętych tajemnicą zawodową, ustawa ECSP wymienia również sytuacje, w których przekazanie tych informacji nie będzie naruszać obowiązku zachowania ich w tajemnicy. Zgodnie z art. 8 ustawy ECSP chodzi w szczególności o udostępnienie informacji bezpośrednio osobie, której ta informacja dotyczy, lub innemu podmiotowi, któremu osoba ta udzieliła pisemnego upoważnienia do otrzymania takich informacji, GIIF, organom podatkowym, KNF czy ESMA⁴³². Nie stanowi też naruszenia obowiązku zachowania tajemnicy zawodowej przekazanie informacji w zawiadomieniu o przestępstwie oraz dokumentach przekazywanych w uzupełnieniu do zawiadomienia. Również i na tym tle prawodawca sformułował warunki pod którymi informacje te mogą zostać ujawnione lub też dopuszczalny zakres ujawnianych informacji⁴³³. W odróżnieniu od udostępnienia dokonywanego na podstawie art. 7 ustawy ECSP, przekazanie informacji regulowane art. 8 nie zawsze następuje na żądanie podmiotu uprawnionego do uzyskania tej informacji.

Przepisy ustawy ECSP przewidują dodatkowo jeszcze dwie szczególne okoliczności, w których informacje objęte tajemnicą zawodową mogą zostać ujawnione.

Pierwsza okoliczność dotyczy informacji uzyskiwanych w ramach nadzoru sprawowanego przez KNF. W myśl art. 10 informacje na temat dostawcy usług finansowania społecznościowego, przekazane przez tego dostawcę KNF w ramach sprawowanego nadzoru oraz oświadczenia KNF dotyczące tego dostawcy, zawarte w

⁴³⁰ Np. Na żądanie Prezesa UOKiK- w zakresie niezbędnym do realizacji przez niego ustawowych zadań. Zob. art. 7 pkt 14 ustawy ECSP.

⁴³¹ Tak też T. Sójka na tle art. 148 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, zob. T. Sójka, art. 148 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi [w:] T. Sójka (red.) *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, Warszawa 2015, LEX.

⁴³² Szczegółowa lista podmiotów została określona w art. 7 pkt 1-11 ustawy ECSP.

⁴³³ Np. na żądanie GIIF - w zakresie i na zasadach określonych w przepisach o przeciwdziałaniu praniu pieniędzy oraz finansowaniu terroryzmu.

dokumentacji nadzorczej mogą zostać ujawnione, o ile nie narusza to interesu podmiotu, który je przekazał, lub interesu osób trzecich, lub nie stanowi zagrożenia dla prawidłowego funkcjonowania nadzoru nad dostawcami usług finansowania społecznościowego. Przepis ten wzorowany jest na art. 151a ustawy o obrocie instrumentami finansowymi wprowadzonym do polskiego porządku prawnego w 2019 r.⁴³⁴ w związku z wyrokiem TSUE z dnia 19 czerwca 2018 r. w sprawie C-15/16⁴³⁵, w którym stwierdzono, że informacje dotyczące nadzorowanego podmiotu przekazane właściwemu organowi, a także informacje zawarte w dokumentacji nadzorczej nie są bezwarunkowo poufne, dlatego ochronie powinny podlegać te informacje, które nie mają publicznego charakteru i których ujawnienie mogłoby naruszać interesy przekazującej je osoby fizycznej lub prawnej lub interesy osób trzecich, lub też zagrażać prawidłowemu funkcjonowaniu nadzoru.

Drugą okoliczność dotyczy tzw. sektorowego wyłączenia tajemnicy zawodowej, czyli zniesienia obowiązku zachowania w tajemnicy informacji dla ściśle określonej grupy profesjonalnych uczestników rynku usług finansowania społecznościowego. Na mocy art. 11 dostawcy usług finansowania społecznościowego otrzymali możliwość przekazywania sobie wzajemnie informacji o wierzytelnościach przysługujących im względem klientów z tytułu świadczonych usług, objęte tajemnicą zawodową w zakresie, w jakim informacje te są niezbędne do ochrony ich interesów przed nierzetelnymi klientami. Zbliżone rozwiązanie przyjęto wcześniej na gruncie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi dla firm inwestycyjnych⁴³⁶, a także ustawy – Prawo bankowe dla banków⁴³⁷.

Prawodawca w ustawie ECSP określił również zasady odpowiedzialności za ujawnienie informacji objętych tajemnicą zawodową – zarówno w zakresie odpowiedzialności cywilnej jak i karnej.

⁴³⁴ Art. 13 pkt 44 ustawy z dnia 16 października 2019 r. o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. z 2019 r. poz. 2217).

⁴³⁵ Zob. wyrok TSUE z dnia 19 czerwca 2018 r. w sprawie C-15/16 Baumeister, (Dz. Urz. UE C 285 z 13.08.2018, str. 3.).

⁴³⁶ Zob. art. 152 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.

⁴³⁷ Zob. art. 105 ust. 1 pkt 1–1e ustawy z 29 sierpnia 1997 r. - Prawo bankowe (Dz. U. z 2021 poz. 2439 ze zm.).

Odpowiedzialność odszkodowawczą z tytułu bezprawnego ujawnienia informacji stanowiącej tajemnicę zawodową i wykorzystania jej niezgodnie z przeznaczeniem ponoszą zarówno osoby, które pierwotnie uzyskały te informacje (tj. członkowie organów oraz współpracowników dostawcy usług finansowania społecznościowego), jak również podmioty, którym informacje te zostały ujawnione wyjątkowo, na mocy szczególnych przepisów prawnych (tj. w przypadkach w art. 7, art. 8, art. 10 i art. 11 ustawy ECSP oraz w art. 20, art. 21 i art. 23 ustawy o nadzorze nad rynkiem kapitałowym⁴³⁸). Istotne znaczenie ma jednak to, że odpowiedzialność wyżej wymienionych podmiotów nie ma charakteru odpowiedzialności solidarnej tj. członkowie organów oraz współpracowników dostawcy usług finansowania społecznościowego nie ponoszą odpowiedzialności za szkody wynikające z nieuprawnionego ujawnienia i wykorzystania niezgodnie z przeznaczeniem informacji stanowiącej tajemnicę zawodową przez podmioty, którym informacje te zostały ujawnione wyjątkowo, na mocy szczególnych przepisów prawnych⁴³⁹.

Wyżej opisana odpowiedzialność ma co do zasady charakter deliktowy, bowiem materializuje się w momencie naruszenia ustawowego zakazu bezprawnego ujawnienia informacji stanowiącej tajemnicę zawodową i wykorzystania jej niezgodnie z przeznaczeniem. Nie można jednak odmówić słuszności argumentom przemawiającym za możliwością rozpatrywania jej również w kategorii odpowiedzialności kontraktowej, w szczególności w sytuacji, w której podmiot, na którym ciąży obowiązek zachowania tajemnicy pozostaje w relacji umownej z beneficjentem tej tajemnicy np. na mocy umowy o świadczenie usług na rzecz inwestora lub właściciela projektu⁴⁴⁰. Dodatkowo, stosując odpowiednio argumentację przedstawianą przez niektórych autorów na gruncie odpowiedzialności za ujawnienie tajemnicy zawodowej uregulowanej w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi, można wywodzić z ogólnego stosunku

⁴³⁸ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz. U. z 2020 r. poz. 1400 ze zm.).

⁴³⁹ Zob. art. 12 ust. 3. ustawy ECSP.

⁴⁴⁰ Tak M. Bączyk na tle odpowiedzialności określonej w art. 153 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Zob. M. Bączyk, *Art. 153 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Komentarz* [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajdra (red.) *Prawo rynku kapitałowego. Tom I-II. Komentarz*, Warszawa 2023, Legalis.

obligacyjnego, łączącego podmiot zobowiązany z beneficjentem tajemnicy, którego treścią jest zobowiązanie do zachowania określonych informacji w tajemnicy⁴⁴¹.

Odpowiedzialność karna ciąży z kolei na każdej osobie, która będąc obowiązany do zachowania tajemnicy zawodowej określonej w ustawie ECSP, ujawnia lub wykorzystuje informacje stanowiące taką tajemnicę. Katalog kar przewidziany za popełnienie powyższego przestępstwa obejmuje grzywnę do 1 000 000 zł, karę pozbawienia wolności do lat 3 oraz obie te kary łącznie.

Regulując kwestię tajemnicy zawodowej, ustawa ECSP nałożyła na dostawców usług finansowania społecznościowego dodatkowy obowiązek stosowania rozwiązań technicznych i organizacyjnych zapewniających ochronę tajemnicy zawodowej, w tym także obowiązek przyjęcia wewnętrznego regulaminu określającego sposób ochrony przepływu informacji objętych tajemnicą zawodową. W pierwszej wersji Projektu prawodawca nie sprecyzował oczekiwanej zawartości tego regulaminu, na co w toku prac legislacyjnych zwróciło uwagę Rządowe Centrum Legislacji. W konsekwencji, w ostatecznej wersji ustawy określono, że regulamin ten powinien opisywać szczegółowe rozwiązania stosowane przez dostawcę usług finansowania społecznościowego, których celem jest: zapobieganie: dostępowi do informacji stanowiących tajemnicę zawodową przez osoby nieuprawnione, wykorzystywaniu przez osoby posiadające dostęp do informacji stanowiących tajemnicę zawodową tych informacji w celach innych niż wykonywanie obowiązków wynikających z pełnionych funkcji lub stosunków prawnych, ochrona przepływu informacji objętych tajemnicą zawodową między dostawcą usług finansowania społecznościowego a innymi podmiotami jak również sposób przepływu informacji u dostawcy usług, w tym obieg dokumentów⁴⁴². O ile obowiązek wdrożenia efektywnych rozwiązań zapewniających ochronę poufnych informacji, w tym przyjęcia wewnętrznej procedury w tym zakresie ma racjonalne uzasadnienie, o tyle formalna dopuszczalność nałożenia na dostawców usług finansowania społecznościowego takich obowiązków wzbudza poważne wątpliwości. W

⁴⁴¹ Tak T. Sójka, T. Jaranowski na tle odpowiedzialności określonej w art. 153 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Zob. T. Sójka, T. Jaranowski, *Art. 153* [w:] T. Sójka, *Obrót instrumentami finansowymi. Komentarz*, Warszawa 2022, LEX. Tak również M. Bączyk. Zob. M. Bączyk, *Art. 153 ustawy...*, *op.cit.*

⁴⁴² Zob. art. 5 ust. 2 i 3 ustawy ECSP.

motywie 33 do Rozporządzenia 2020/1503 wyraźnie wskazano, że państwa członkowskie nie powinny mieć możliwości nakładania żadnych dodatkowych wymogów na dostawców usług finansowania społecznościowego, którzy działają na podstawie zezwolenia udzielonego zgodnie z Rozporządzeniem 2020/1503. Uzasadnieniem dla takiego podejścia jest dążenie do jak najdalej idącej harmonizacji przepisów na szczeblu unijnym oraz umożliwienie dostawcom usług finansowania społecznościowego prowadzenia działalności transgranicznej bez konieczności stosowania rozbieżnych przepisów poszczególnych państw członkowskich. Mimo, że teza wyrażona w motywie 33 nie znalazła bezpośredniego odzwierciedlenia w treści poszczególnych przepisów Rozporządzenia 2020/1503, nie można lekceważyć jej znaczenia. Wprawdzie brak normatywnego charakteru preambuły aktu unijnego został wielokrotnie potwierdzony w orzecznictwie TSUE⁴⁴³ jednak kluczowe znaczenie ma przy tym kontekst wydania tych orzeczeń. TSUE stoi bowiem na stanowisku, że „*preambuła aktu wspólnotowego nie ma mocy prawnie wiążącej i nie może być powoływana ani dla uzasadnienia odstępstw od przepisów danego aktu, ani w celu wykładni tych przepisów w sposób oczywiście sprzeczny z ich brzmieniem*”⁴⁴⁴. Z powyższego nie wynika więc, że preambuła określonego unijnego aktu prawnego nie musi być brana pod uwagę w procesie wykładni tego aktu, lecz raczej, że treści zawartej w preambule nie można przyznawać prymatu w razie istnienia sprzeczności z normatywną częścią. Tym samym, biorąc pod uwagę, że zasadniczym celem Rozporządzenia 2020/1503 było ujednolicenie przepisów dot. crowdfundingu w całej Unii Europejskiej i uniknięcie arbitrażu regulacyjnego pomiędzy poszczególnymi państwami członkowskimi, wprowadzenie do ustawy ECSP obowiązku, który nie wynika wprost z aktu unijnego, należy ocenić negatywnie. *De lege ferenda* należałoby zatem postulować zmianę ustawy ECSP poprzez usunięcie art. 5.

⁴⁴³ Zob. wyrok TSUE z 19.11. 1998 r. w sprawie C-162/97 wydany w związku z postępowaniem karnym przeciwko Gunnar Nilsson, Per Olov Hagelgren i Solweig Arrborn, EUR-Lex - 61997CJ0162 – PL; wyrok TSUE z 25.11.1998 r. w sprawie C-308/97 Giuseppe Manfredi przeciwko Regione Puglia, EUR-Lex - 61997CJ0308 - PL, wyrok TSUE 24.11.2005 r. w sprawie C-136/04 Deutsches Milch-Kontor GmbH przeciwko Hauptzollamt Hamburg-Jonas, EUR-Lex - 62004CJ0136 – PL.

⁴⁴⁴ Zob. wyrok TSUE z 2.04.2009 r. w sprawie C-134/08 Hauptzollamt Bremen przeciwko J.E. Tyson Parketthandel GmbH hanse j. EUR-Lex - 62008CJ0134 – PL.

2.7. Dokumenty informacyjne sporządzane w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych

Zważywszy na to, że crowdfunding inwestycyjny jest ściśle powiązany z publicznym oferowaniem papierów wartościowych, ustawa ECSP dokonała również modyfikacji w ustawie o ofercie publicznej, zapewniając jej zgodność z Rozporządzeniem 2020/1503. Kluczowe zmiany w tym zakresie dotyczą dokumentów sporządzanych przez emitenta papierów wartościowych w związku z ofertą publiczną. Do czasu przyjęcia ustawy ECSP, oferta publiczna papierów wartościowych wymagała zasadniczo sporządzenia jednego z poniższych dokumentów – w zależności od wysokości zakładanych wpływów brutto z tej oferty:

- a) dokumentu zawierającego informacje o ofercie, o którym mowa w art. 37a ust. 1 ustawy o ofercie publicznej – dla oferty publicznej papierów wartościowych, w wyniku której zakładane wpływy brutto emitenta lub oferującego na terytorium Unii Europejskiej, liczone według ich ceny emisyjnej lub ceny sprzedaży z dnia jej ustalenia, stanowią nie mniej niż 100 000 euro i mniej niż 1 000 000 euro, i wraz z wpływami, które emitent lub oferujący zamierzał uzyskać z tytułu ofert publicznych takich papierów wartościowych, dokonanych w okresie poprzednich 12 miesięcy, nie będą mniejsze niż 100 000 euro i będą mniejsze niż 1 000 000 euro⁴⁴⁵ (tzw. oferta bezprospektowa);
- b) memorandum informacyjnego, o którym mowa w art. 37b ust. 1 ustawy o ofercie publicznej – dla oferty publicznej papierów wartościowych, w wyniku której zakładane wpływy brutto emitenta lub oferującego na terytorium Unii Europejskiej, liczone według ich ceny emisyjnej lub ceny sprzedaży z dnia jej ustalenia, stanowią nie mniej niż 1 000 000 euro i mniej niż 2 500 000 euro, i wraz z wpływami, które emitent lub oferujący zamierzał uzyskać z tytułu takich ofert publicznych takich papierów wartościowych, dokonanych w okresie poprzednich 12 miesięcy, nie będą mniejsze niż 1 000 000 euro i będą mniejsze niż 2 500 000 euro⁴⁴⁶ oraz dla oferty publicznej papierów wartościowych, o której mowa w art. 1 ust. 4 lit.

⁴⁴⁵ Zob. art. 37a ust. 1. ustawy o ofercie publicznej.

⁴⁴⁶ Zob. art. 37b ust. 1. ustawy o ofercie publicznej.

b Rozporządzenia 2017/1129, w przypadku której liczba osób, do których jest ona kierowana, wraz z liczbą osób, do których kierowane były oferty publiczne, o których mowa w art. 1 ust. 4 lit. b Rozporządzenia 2017/1129, tego samego rodzaju papierów wartościowych, dokonane w okresie poprzednich 12 miesięcy, przekracza 149⁴⁴⁷ (tzw. oferta bezprospektowa);

- c) prospektu, o którym mowa w art. 6 Rozporządzenia 2017/1129 – dla oferty publicznej papierów wartościowych, w wyniku której zakładane wpływy brutto emitenta lub oferującego na terytorium Unii Europejskiej, liczone według ich ceny emisyjnej lub ceny sprzedaży z dnia jej ustalenia, stanowią co najmniej 2 500 000 euro⁴⁴⁸.

Jednocześnie, za pośrednictwem platform crowdfundingowych mogły być przeprowadzane wyłącznie oferty papierów wartościowych, wymagające udostępnienia dokumentu zawierającego informacje o ofercie (a więc oferty, których wartość liczona zgodnie z zasadami określonymi w lit. a powyżej nie przekraczała 1 000 000 euro), dzięki skorzystaniu z wyjątku od ogólnej zasady pośrednictwa firmy inwestycyjnej w przeprowadzeniu oferty publicznej papierów wartościowych, określonego w art. 19 ust. 1 pkt 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi w brzmieniu obowiązującym przed 29 lipca 2022 r.⁴⁴⁹

W ustawie ECSP doprecyzowano, że w przypadku ofert publicznych prowadzonych na platformach finansowania społecznościowego emitent jest zobowiązany do udostępnienia do publicznej wiadomości arkusza kluczowych informacji inwestycyjnych. W stosunku do tego typu ofert publicznych wyłączono jednocześnie zastosowanie art. 37a ust. 1 oraz 37b ust. 1 ustawy o ofercie publicznej, co oznacza brak konieczności dodatkowego sporządzania dokumentu informacyjnego lub memorandum informacyjnego. Stosownej zmiany dokonano również w art. 19 ust. 1 pkt 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, wskazując ze dokonywanie oferty publicznej za pośrednictwem dostawcy usług finansowania społecznościowego nie wymaga

⁴⁴⁷ Zob. Art. 3 ust. 1a ustawy o ofercie publicznej.

⁴⁴⁸ *A contratio* art. 37b ust. 1 ustawy ECSP.

⁴⁴⁹ Zob. art. 19 ust. 1 pkt 2 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2022 r. poz. 1500 t.j.).

pośrednictwa firmy inwestycyjnej⁴⁵⁰. Jednocześnie z powyższymi zmianami, prawodawca zdecydował się także podnieść limit tzw. ofert bezprospektowych, dokonywanych na podstawie art. 37b ust. 1 ustawy o ofercie z 2 500 000 euro do 5 000 0000 euro⁴⁵¹, czyli do maksymalnej kwoty objętej zakresem zastosowania Rozporządzenia 2020/1503. Dla tej zmiany ustawa ECSP przewidziała jednak ponad roczne *vacatio legis*, kończące się 9 listopada 2023 r.⁴⁵²

Podwyższenie progu oferty papierów wartościowych, która nie wymaga sporządzenia i opublikowania prospektu należy ocenić bardzo pozytywnie. Jak słusznie wskazuje się bowiem w literaturze, do tej pory polski rynek pierwotny papierów wartościowych pozostawał wielce niekonkurencyjny na tle innych krajów członkowskich⁴⁵³. Mimo zgłaszania postulatów zwiększenia limitów ofert bezprospektowych w toku prac nad dostosowaniem przepisów prawa polskiego do Rozporządzenia 2017/1129⁴⁵⁴ polski ustawodawca nie zdecydował się na żadną liberalizację w tym zakresie, pozostawiając tę wartość na poziomie 2,5 mln euro. Obecnie aż 14 krajów członkowskich UE tj. Belgia, Bułgaria, Dania, Estonia, Finlandia, Francja, Irlandia, Liechtenstein, Litwa, Luksemburg, Łotwa, Niemcy, Norwegia oraz Włochy korzystają z najwyższego możliwego progu zwolnienia prospektowego w wysokości 8 mln euro. Z kolei kraje takie jak Austria, Chorwacja, Cypr, Grecja, Islandia, Malta, Holandia, Portugalia, oraz Hiszpania określiły ten próg na wysokości 5 mln euro. W Rumunii próg 5 mln euro ma zastosowanie dla ofert publicznych przeprowadzanych poza granicami Rumunii, dla emisji krajowych przewidziano próg 1 mln euro. Progi wyższe niż Polska posiada także Słowenia – 3 mln euro. Polska, obok Szwecji, znalazła się zatem w gronie krajów o drugim najniższym progu zwolnienia prospektowego, wynoszącego 2,5 mln euro. Najniższe progi, w wysokości 1 mln EUR (czyli równe minimalnej dopuszczonej Rozporządzeniem 2017/1129 wysokości) posiadają wyłącznie Czechy,

⁴⁵⁰ Zob. art. 56 pkt 3 lit. b ustawy ECSP.

⁴⁵¹ Zob. art. 57 pkt 4 ustawy ECSP.

⁴⁵² Zob. art. 93 pkt 2 ustawy ECSP.

⁴⁵³ Ł. Chyla, *Czy polskie prawo prospektowe jest konkurencyjne na tle innych państw Unii Europejskiej?* „Studenckie Prace Prawnicze, Administratywistyczne i Ekonomiczne” 33/2020, s.55.

⁴⁵⁴ Zob. uwaga nr 94 i 95 od Stowarzyszenia Emitentów Giełdowych (SEG) oraz Ministerstwa Przedsiębiorczości i Technologii (MPiT), Dokument zatytułowany „Zestawienie uwag” <https://legislacja.rcl.gov.pl/projekt/12318000> [dostęp: 28.10.2022 r.].

Węgry oraz Słowacja⁴⁵⁵. Powyższe jasno wskazuje, że brak interwencji polskiego ustawodawcy w zakresie wysokości oferty papierów wartościowych, która nie wymaga sporządzenia i opublikowania prospektu, mógłby przynieść negatywne skutki dla rozwoju rynku. Po pierwsze, prowadziłoby to do nieusprawiedliwionej dyskryminacji podmiotów, które pozyskują finansowanie za pośrednictwem firmy inwestycyjnej a nie dostawcy usług finansowania społecznościowego – limit wysokości oferty, która nie wymaga sporządzenia prospektu byłby bowiem o połowę niższy (2,4 mln euro) niż w przypadku korzystania z platformy crowdfundingu inwestycyjnego (5 mln euro). Po drugie, mogłoby skłaniać inwestorów do przeprowadzania ofert publicznych poza granicami Rzeczypospolitej Polskiej, w krajach, w których obowiązują wyższe progi.

2.8. Zakaz publicznego promowania nabycia lub objęcia udziałów w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością

Ustawą ECSP wprowadzono również doniosłą nowelizację kodeksu spółek handlowych⁴⁵⁶ dotyczącą zniesienia możliwości publicznego promowania nabycia lub objęcia udziałów w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością⁴⁵⁷.

Zgodnie z art. 2 ust. 2 Rozporządzenia 2020/1503 udziały w spółkach z o.o. mogą być wykorzystywane w ramach finansowania społecznościowego w danym państwie członkowskim pod warunkiem, że w przepisach krajowych tego państwa nie istnieją ograniczenia uniemożliwiające zbycie udziałów w spółkach z o.o., w tym ograniczenia w sposobie w jaki udziały te są oferowane lub reklamowane publicznie. Powyższe nie oznacza zatem przyznania państwom członkowskim prawa do swobodnego zdecydowania o możliwości dopuszczenia tych instrumentów na potrzeby crowdfundingu inwestycyjnego, lecz ma na celu uniknięcie kolizji norm wynikających z Rozporządzenia 2020/1503 z normami ustanowionymi prawem krajowym. W konsekwencji, państwo członkowskie, które zamierza wykluczyć udziały w spółkach z

⁴⁵⁵ https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma31-62-1193_prospectus_thresholds.pdf oraz aktualizację danych poszczególnych krajów <https://cms.law/en/int/expert-guides/cms-expert-guide-to-the-private-placement-of-equity-securities/austria> dostęp [29.10.2022 r.].

⁴⁵⁶ Ustawa z dnia 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych (Dz. U. z 2022 r. poz. 1467 ze zm.), dalej: „k.s.h.”.

⁴⁵⁷ Dalej: „spółka z o.o.”.

o.o. z katalogu instrumentów dopuszczonych na potrzeby finansowania społecznościowego jest zobligowane uchwalić nowelizację przepisów krajowych, która wprowadza stosowne ograniczenia w zbywaniu tych udziałów.

Do czasu uchwalenia ustawy ECSP udziały w spółkach z o.o. nie podlegały w Polsce szczególnym ograniczeniom w zakresie rozporządzania nimi lub oferowania ich. Za takie ograniczenie trudno bowiem uznać wymóg zachowania formy pisemnej z podpisem notarialnie poświadczonym dla czynności ich zbycia⁴⁵⁸. Mimo powyższego, prawodawca zdecydował się na wyłączenie spółek sp. z o.o. z kręgu podmiotów które mogą pozyskiwać finansowanie za pośrednictwem crowdfundingu inwestycyjnego w zamian za swoje udziały. Na mocy art. 48 ust. 1 i 2 ustawy ECSP wprowadzono zmiany do k.s.h. dodając art. 181¹ oraz art. 257¹, które przewidują, że oferta nabycia lub objęcia udziałów w spółce z o.o. nie może być składana nieoznaczonemu adresatowi, jak również że nabycie lub objęcie udziałów w spółce z o.o. nie może być promowane przez kierowanie reklamy lub innej formy promocji do nieoznaczonego adresata. Złamanie powyższych zakazów prawodawca obwarował sankcją karną w postaci grzywny, kary ograniczenia wolności albo pozbawienia wolności do 6 miesięcy⁴⁵⁹. Należy jednocześnie wyjaśnić, że znowelizowane przepisy nie wyłączają całkowicie możliwości pozyskiwania przez spółki z o.o. finansowania w charakterze właścicieli projektów zgodnie z Rozporządzeniem 2020/1503. Przedsiębiorcy prowadzący działalność w tej formie prawnej mają bowiem nadal możliwość emisji obligacji lub zaciągnięcia pożyczki przy wykorzystaniu platformy crowdfundingowej.

Uzasadniając zmiany w obowiązujących przepisach prawa, projektodawca wskazał, że udziały w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością w polskim systemie

⁴⁵⁸ Zob. art. 180 § 1 k.s.h. Gdyby bowiem wymóg ten świadczył o zakazie publicznego promowania nabycia lub objęcia udziałów w spółkach z o.o. zmiana przepisów prawnych nie byłaby konieczna. W uwagach do projektu ustawy ECSP niezwykle celnie zauważono też, że poprzez wprowadzenie do polskiego porządku prawnego instytucji rejestru akcjonariuszy dodatkowymi wymogami formalnymi obwarowano także zbywanie akcji spółek akcyjnych lub prostych spółek akcyjnych, co z punktu widzenia stron transakcji będzie zasadniczo tym samym, co wizyta u notariusza celem zawarcia transakcji zbycia udziałów. Tym samym, wymóg dochowania określonej formy dla zbycia udziałów w spółce z o.o. sam w sobie nie uzasadnia twierdzenia, że udziały te nie są przeznaczone do obrotu publicznego. Zob. uwaga nr 97 od Związku Przedsiębiorstw Finansowych (ZPF), Dokument zatytułowany „Crowdfunding-zestawienie uwag”

<https://legislacja.rcl.gov.pl/projekt/12346354/katalog/12785249#12785249> [dostęp: 29.10.2022 r.].

⁴⁵⁹ Zob. art. 595¹ i art. 595² k.s.h.

spółek handlowych nie są przeznaczone do publicznego obrotu, o czym świadczy w szczególności dochowanie szczególnej formy dla zbycia udziału⁴⁶⁰ jak również zakaz wystawiania dokumentów na okaziciela na udziały lub prawa do zysku w spółce z o.o. W uzasadnieniu do projektu ustawy ECSP zwrócono także uwagę, że udziały w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością nie są instrumentami finansowymi w rozumieniu ustawy o obrocie instrumentami finansowymi a w konsekwencji nie podlegają nadzorowi KNF. To z kolei oznacza, że w razie dopuszczenia tych udziałów na potrzeby finansowania społecznościowego nadzór KNF nad tą sferą byłby istotnie ograniczony i w praktyce sprowadzałby się jedynie do tworzących rynek pierwotny ofert prezentowanych za pośrednictwem platformy crowdfundingu inwestycyjnego.

Wyżej wskazane argumenty nie przekonały jednak wszystkich uczestników rynku. Ograniczenie możliwości publicznego promowania nabycia lub objęcia udziałów w spółkach z o.o. wywołało w dyskusji publicznej szereg kontrowersji. Spośród wszystkich zgłoszonych do Projektu ustawy ECSP uwag, aż 16 dotyczyło zmiany przepisów k.s.h. Części z nich nie sposób odmówić słuszności. W szczególności, uczestnicy konsultacji trafnie zwrócili uwagę, że zakaz publicznego promowania nabycia lub objęcia udziałów sprawia, że podmioty prowadzące działalność w formie spółek z o.o. mogą w zasadzie pozyskiwać finansowanie wyłącznie o charakterze dłużnym. To z kolei istotnie ogranicza dostęp do kapitału podmiotom we wczesnej fazie rozwoju, którym co do zasady dedykowany jest rynek usług finansowania społecznościowego⁴⁶¹. Natura start-upów sprawia, że podmioty te co do zasady nie posiadają historii działalności, stałych zysków ani aktywów mogących stanowić zabezpieczenie inwestycji, co w praktyce czyni niemożliwym pozyskanie finansowania o charakterze dłużnym. Słusznie wskazano również, że – biorąc pod uwagę, że spółka z o.o. jest przeważającą formą prawną dla działalności małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP)⁴⁶² – zmiana w

⁴⁶⁰ Zob. art. 180 § 1 k.s.h.

⁴⁶¹ Zob. uwaga nr 97 od Związku Przedsiębiorstw Finansowych (ZPF) oraz uwaga nr 98 od FindFunds sp. z o.o. Dokument zatytułowany „Crowdfunding- zestawienie uwag” <https://legislacja.rcl.gov.pl/projekt/12346354/katalog/12785249#12785249> [dostęp: 29.10.2022 r.].

⁴⁶² Jak wynika z danych statystycznych spółka z o.o. to ciągle najpopularniejsza, po jednoosobowej działalności gospodarczej, forma prawna prowadzenia działalności w Polsce. Zgodnie z danymi z lutego 2021 r. na 496 000 aktywnych spółek w Krajowym Rejestrze Sądowym aż 412 000 stanowiły spółki z o.o. podczas gdy spółek akcyjnych istniało tylko 8400, źródło: <https://zpf.pl/polskie-firmy-w-2020/> [dostęp: 28.10.2022 r.].

k.s.h. może pozostawać w sprzeczności z jednym z głównych celów Rozporządzenia 2020/1503⁴⁶³ jakim jest zniwelowanie luki w dostępie do finansowania MŚP i start-upów⁴⁶⁴. Nie sposób również nie zgodzić się z argumentacją, że zmiany uniemożliwiające dopuszczenie udziałów w spółkach z o.o. na potrzeby finansowania społecznościowego mogą doprowadzić do obniżenia konkurencyjności polskiego rynku crowdfundingu inwestycyjnego na tle innych krajów Unii Europejskiej, które zdecydują się na skorzystanie z opcji narodowej zawartej w art. 2 ust. 2 Rozporządzenia 2020/1503 i odpływu inwestorów na rynki zagraniczne⁴⁶⁵. W tym kontekście warto zwrócić uwagę, że według informacji przekazanych ESMA zgodnie z art. 2 ust. 3 Rozporządzenia 2020/1503 wg stanu na dzień 4 października 2022 r. wykorzystanie spółek z o.o. na potrzeby crowdfundingu jest co do zasady dopuszczalne w: Estonii, Hiszpanii, Finlandii, Irlandii, Włoszech, na Łotwie, w Holandii oraz w Rumunii, zaś w Chorwacji trwają prace legislacyjne nad dopuszczeniem sp. z o.o. do prowadzenia działalności crowdfundingowej. Warto jednocześnie zauważyć, że zakaz wykorzystywania tej formy działalności na potrzeby finansowania społecznościowego zgłosiły z następujące kraje: Austria, Belgia, Czechy, Niemcy, Grecja, Węgry, Litwa oraz Malta. Pozostałe kraje nie udzieliły jak dotąd oficjalnej informacji w tym zakresie⁴⁶⁶. W celu uzyskania dodatkowych danych, autorka zwróciła się z zapytaniem bezpośrednio do organów nadzoru następujących krajów: Bułgaria, Cypr, Dania, Francja, Luksemburg, Portugalia, Szwecja, Słowenia oraz Słowacja. Z nadesłanych odpowiedzi wynika, że zakaz wykorzystywania udziałów w spółkach z o.o. na potrzeby finansowania społecznościowego obowiązuje dodatkowo w Bułgarii, Słowenii oraz Luksemburgu. Organ nadzoru Słowacji wskazał, że obecnie trwają konsultacje w zakresie instrumentów

⁴⁶³ Zob. uwaga nr 99 od Cloud Community Europe Polska, Dokument zatytułowany „Crowdfunding-zestawienie uwag”

<https://legislacja.rcl.gov.pl/projekt/12346354/katalog/12785249#12785249> [dostęp: 29.10.2022 r.]

⁴⁶⁴ Zob. motyw 3 do Rozporządzenia 2020/1503.

⁴⁶⁵ Zob. uwaga nr 97 od Związku Przedsiębiorstw Finansowych (ZPF) oraz uwaga nr 98 od FindFunds sp. z o.o. Dokument zatytułowany „Crowdfunding- zestawienie uwag”

<https://legislacja.rcl.gov.pl/projekt/12346354/katalog/12785249#12785249> [dostęp: 29.10.2022 r.]

⁴⁶⁶ https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-42-1305_crowdfunding_tables.pdf [dostęp: 29.10.2022r.].

dopuszczanych na potrzeby finansowania społecznościowego a sprawa nie jest przesądzona⁴⁶⁷.

Wartą odnotowania sugestię przedstawiła w toku prac legislacyjnych Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie wskazując, że skoro celem zaproponowanej zmiany było m.in. zapewnienie „*równych i sprawiedliwych zasad pozyskiwania kapitału przez spółki o różnych formach prawnych*”⁴⁶⁸ prawodawca, zamiast wprowadzenia bezwzględnego zakazu publicznego promowania nabycia lub objęcia udziałów spółek z o.o. mógł skorzystać z rozwiązań mniej dolegliwych, polegających na wprowadzeniu wymogu przekształcenia w określonym czasie spółki z o.o. w spółkę akcyjną po skutecznym pozyskiwaniu lub umożliwienie korzystania z tej formy finansowania jedynie większym podmiotom na przykład o określonej wartości kapitału zakładowego⁴⁶⁹.

Dodatkowo, wbrew temu co mogłoby sugerować wprowadzenie zakazu publicznego oferowania nabycia lub objęcia udziałów w spółkach z o.o., podmioty działające w tej formie prawnej nie stanowią wyłącznie marginalnej grupy podmiotów pozyskujących finansowanie za pośrednictwem finansowania społecznościowego. Według informacji zawartych w raporcie Związku Przedsiębiorstw Finansowych forma spółek z o.o. była w 2021 r. drugą najczęściej wybieraną formą prawną do przeprowadzenia crowdfundingu inwestycyjnego (14 spółek), zaraz po spółce akcyjnej (66 spółek), znacząco przewyższając popularnością prostą spółkę akcyjną (2 spółki) oraz spółkę komandytowo-akcyjną (2 spółki)⁴⁷⁰. W 2022 r. spółka z o.o. znów uplasowała się na drugim miejscu pod względem liczby podmiotów przeprowadzających kampanie crowdfundingowe za pomocą tej formy prawnej. Spośród 47 spółek korzystających z

⁴⁶⁷ Pozostałe kraje tj. Cypr, Francja, Portugalia oraz Szwecja nie udzieliły odpowiedzi na zapytanie.

⁴⁶⁸ Zob. Uzasadnienie do projektu ustawy ECSP, druk 2269. s. 28

⁴⁶⁹ Zob. uwaga nr 103 od Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW) Dokument zatytułowany „Crowdfunding- zestawienie uwag”.

<https://legislacja.rcl.gov.pl/projekt/12346354/katalog/12785249#12785249> [dostęp: 18.03.2023 r.].

⁴⁷⁰ A. A. Trzebiński, *Crowdfunding udziałowy 3.0*, Związek Przedsiębiorstw Finansowych w Polsce, Gdańsk 2022, str. 17, https://zpf.pl/pliki/raporty/raport-crowdfunding-udzialowy_2021.pdf [dostęp: 29.10.2022 r.]

finansowania społecznościowego, 33 działało w formie spółki akcyjnej, 7 w formie sp. z o.o., 6 w formie prostej spółki akcyjnej, zaś 1 w formie spółki komandytowo-akcyjnej⁴⁷¹.

Prawdą jest, że przed przyjęciem Rozporządzenia 2020/1503 wykorzystywanie spółek z o.o. dla celów crowdfundingu inwestycyjnego w Polsce wzbudzało wątpliwości w dyskusji publicznej. Szczególnie problematyczne na tym tle było zróżnicowanie obowiązków emitentów akcji oraz ustanawiających udziały i wynikająca z tego tzw. asymetria informacyjna. Z uwagi na to, że udziały w spółkach z o.o. – w odróżnieniu od akcji - nie mają charakteru papierów wartościowych (a w konsekwencji również i instrumentów finansowych), ich ustanowienie i obrót nimi następuje poza reżimem ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz ustawy o ofercie publicznej. W praktyce oznaczało to m.in., że spółki z o.o. pozyskujące kapitał przy pomocy crowdfundingu, nie były objęte obowiązkiem sporządzenia żadnego dokumentu informacyjnego i to niezależnie od wysokości kwoty jakie zamierzały pozyskać. Prowadziło to więc do sytuacji, w której oferty crowdfundingowe akcji i oferty crowdfundingowe udziałów, - a więc dwa zbliżone istotą procesy - podlegały odrębnym obowiązkom prawnym co skutkowało niejednolitym poziomem ochrony inwestorów⁴⁷². Problem ten został jednak zniwelowany poprzez uchwalenie Rozporządzenia 2020/1503, które nakłada na właścicieli projektów szereg jednolitych obowiązków prawnych niezależnie od formy prawnej, w jakiej działa podmiot pozyskujący finansowanie.

Uwagi zgłoszone w toku prac legislacyjnych zostały uwzględnione w niewielkim stopniu. Ostatecznie prawodawca zdecydował się na wprowadzenie okresu przejściowego trwającego do dnia 9 listopada 2023 r., w którym spółki z o.o. będą mogły ubiegać się o finansowanie w drodze oferowania swoich udziałów, a platformy finansowania społecznościowego będą mogły pośredniczyć w takich ofertach⁴⁷³.

Pobocznie warto również wspomnieć, że nowelizacja k.s.h. przewidująca dodanie art. 181¹ oraz art. 257¹ zamyka spółkom z o.o. drogę do finansowania nie tylko z

⁴⁷¹ Opracowanie A. A. Trzebiński, Rynek ECF, Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu https://airtable.com/shrXxy1MnmVD3hFuo/tblCtdOZ7FNdfdC19/viwIMdWZAel7ZdHPW?background_color=green [dostęp: 9.02.2023 r.].

⁴⁷² Zob. więcej A. Kopeć, *Czy potrzebna jest zmiana przepisów?*, „Gazeta Giełdy i Inwestorów Parkiet” 27.07.2019 r. <https://www.parkiet.com/felietony/art20114591-czy-potrzebna-jest-zmiana-przepisow> [dostęp: 10.11.2022 r.].

⁴⁷³ zob. art. 93 pkt 2 ustawy ECSP.

wykorzystaniem crowdfundingu inwestycyjnego (w modelu, w którym instrumentem dopuszczonym na potrzeby finansowania społecznościowego są udziały), ale także każdej metody pozyskiwania kapitału wymagającej publicznego przekazywania informacji. Ustawodawca nie zdecydował się bowiem na wprowadzenie zakazu prezentowania na platformie prowadzonej przez dostawcę usług finansowania społecznościowego udziałów w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością, lecz wprowadził ogólny zakaz składania oferta nabycia udziałów w sp. z o.o. nieoznaczonemu adresatowi, jak również zakaz promowania nabycia udziałów przez kierowanie reklamy lub innej formy promocji do nieoznaczonego adresata. Nie doprecyzowano jednocześnie co należy uznać za „ofertę nabycia udziałów” oraz „promowanie nabycia udziałów”. O ile na gruncie papierów wartościowych wątpliwości na tym tle rozwiewa art. 2 lit. d Rozporządzenia 2017/1129 wskazując że ofertą publiczną papierów wartościowych jest każdy komunikat skierowany do odbiorców w dowolnej formie i za pomocą dowolnych środków, przedstawiający wystarczające informacje na temat warunków oferty i oferowanych papierów wartościowych, w celu umożliwienia inwestorowi podjęcia decyzji o nabyciu lub subskrypcji tych papierów wartościowych, o tyle na tle instrumentów, które nie mają charakteru papierów wartościowych na próżno szukać podobnej definicji. Ma to doniosłe konsekwencje prawne, w szczególności biorąc pod uwagę, że prawodawca nie zawęził definicji oferowania udziałów – tak jak ma to miejsce w przypadku papierów wartościowych – do takich informacji, które stanowią wystarczającą podstawę do podjęcia decyzji o nabyciu tych udziałów. Wobec braku takiego zawężenia nasuwa się pytanie, czy pojęcie oferowania udziałów należy rozumieć szeroko, jako każdy komunikat przekazywany publicznie, który bezpośrednio lub pośrednio ma sugerować uzyskanie statusu wspólnika spółki z o.o., nawet jeśli sam w sobie nie pozwala adresatowi na podjęcie racjonalnej decyzji w tym zakresie. Wydaje się, że szukając odpowiedzi na tak postawione pytanie można pomocniczo odwołać się do pojęcia oferty na gruncie kodeksu cywilnego, na mocy odesłania zawartego w art. 2 k.s.h. który w sprawach dotyczących tworzenia, organizacji, funkcjonowania, rozwiązywania, łączenia, podziału i przekształcania spółek handlowych a nieuregulowanych w k.s.h. nakazuje odpowiednie stosowanie przepisów kodeksu cywilnego, jeżeli wymaga tego właściwość (natura) stosunku prawnego spółki handlowej. W myśl art. 66 §1 kodeksu

cywilnego oświadczenie drugiej stronie woli zawarcia umowy stanowi ofertę, jeżeli określa istotne postanowienia tej umowy. W doktrynie dominuje pogląd, że przez istotne postanowienia umowy należy rozumieć pewne minimum treści, które dana umowa musi zawierać, żeby wywoływać skutki prawne⁴⁷⁴. Przyjmując to podejście, należy uznać, że w analizowanym przypadku z ofertą objęcia lub nabycia udziałów będziemy mieli do czynienia w sytuacji, w której komunikat skierowany do nieograniczonego kręgu adresatów będzie zawierał informacje niezbędne do ujawnienia w oświadczeniu o objęciu udziałów w podwyższonym kapitale zakładowym lub umowie nabycia udziałów, w szczególności wartość nominalną udziałów oraz cenę udziałów. Kluczowe w tym kontekście jest natomiast to, że prawodawca zakazał nie tylko składania oferty nabycia lub objęcia udziałów *ad incertas personas*, ale również wykluczył możliwość promowania objęcia lub nabycia udziałów przez kierowanie reklamy lub innej formy promocji do nieoznaczonego adresata. Nie ma przy tym wątpliwości, że pojęcia „reklamy” lub „innej formy promocji” są niezwykle pojemne, posiadające wiele desygnatów. Wobec braku legalnej definicji tych pojęć zarówno w k.s.h. jak i kodeksie cywilnym warto posłużyć się słownikiem języka polskiego PWN, który definiuje reklamę jako „działanie mające na celu zachęcenie potencjalnych klientów do zakupu konkretnych towarów lub do skorzystania z określonych usług⁴⁷⁵” zaś promocję jako „działania zmierzające do zwiększenia popularności jakiegoś produktu lub przedsięwzięcia; też: każde z tych działań⁴⁷⁶”. W tym stanie rzeczy, spółki z o.o. zostały pozbawione jakiegokolwiek możliwości zachęcania lub sugerowania nabycia lub objęcia ich udziałów w przestrzeni publicznej.

Wydaje się, że tak daleko idący skutek nie koresponduje z argumentacją projektodawców ustawy ECSP przemawiającą za wprowadzeniem omawianych zmian do k.s.h. W szczególności, nowe przepisy mogą być niezwykle dolegliwe dla start-upów lub spółek znajdujących się w fazie aktywnego poszukiwania finansowania typu *equity*, niekoniecznie z wykorzystaniem crowdfundingu. Kapitał, jaki takie podmioty zamierzają pozyskać niekoniecznie musi mieć charakter rozproszony – założeniem spółki może być

⁴⁷⁴ J. Kuźmicka-Sulimowska, *Komentarz do art. 66 [w:] P. Machnikowski (red.), Zobowiązania. Przepisy ogólne i powiązane przepisy Księgi I KC. Tom I. Komentarz*, Warszawa 2022, Legalis.

⁴⁷⁵ <https://sjp.pwn.pl/sjp/;2573777> [dostęp: 16.02.2023 r.].

⁴⁷⁶ <https://sjp.pwn.pl/szukaj/promocja.html> [dostęp: 16.02.2023 r.].

m.in. dotarcie do funduszu typu *venture capital* czy aniołów biznesu zainteresowanych objęciem lub nabyciem jej udziałów. W takim przypadku wątpliwa jest nawet możliwość zamieszczenia przez spółkę na swojej stronie internetowej czy w prowadzonych przez nią mediach społecznościowych⁴⁷⁷ komunikatu zachęcającego do udziału w trwającej rundzie finansowania i dołączenia do grona wspólników spółki. Spółki z ograniczoną odpowiedzialnością nadal będą mogły jednak aktywnie pozyskiwać inwestorów kierując indywidualnie oznaczonym adresatom informacje mające na celu zachęcanie do nabycia lub objęcia udziałów np. poprzez odbywanie spotkań z potencjalnymi inwestorami, czy też kontaktowanie się z nimi w tym celu drogą telefoniczną lub za pośrednictwem wiadomości e-mail. Powyższe trudno jednak uznać za efektywny sposób pozyskiwania kapitału. Redakcja art. 181¹ oraz art. 257¹ k.s.h. skutkująca w praktyce całkowitym pozbawieniem sp. z o.o. jakichkolwiek możliwości zachęcania lub sugerowania nabycia lub objęcia ich udziałów w przestrzeni publicznej jest tym samym nie do pogodzenia z podstawowymi postulatami Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego⁴⁷⁸, do których zaliczyć można dążenie do wyeliminowania barier w dostępie do finansowania innowacyjnym spółkom oraz stymulowanie konkurencyjności polskiego rynku w oczach inwestorów, w tym inwestorów zagranicznych⁴⁷⁹. W tym stanie rzeczy, należałoby

⁴⁷⁷ O tym, że Internet jest miejscem publicznym przesądził sam Sąd Najwyższy, zob. postanowienie Sądu Najwyższego z dnia 17.04.2018 r. w sprawie o sygn. IV KK 296/17, LEX. Istotną wskazówkę w zakresie charakteru działań podejmowanych w Internecie zawiera również stanowisko UKNF dotyczące definicji usługi oferowania instrumentów finansowych zawartej w art. 72 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, w którym wskazano, że „*Walor publicznego dostępu może zostać przypisany wszystkim tym mediom społecznościowym, do których dostęp nie jest ograniczony poprzez konieczność spełnienia specyficznych wymogów powodujących, że tylko wybrane osoby mają możliwość korzystania z nich. Przy czym należy sprecyzować, że obwarowanie dostępu do pełnej treści informacyjnej, poprzez wymóg w postaci utworzenia profilu użytkownika, nie należy poczytywać za ograniczenie, które usuwa walor publicznego dostępu. Jako miejsce publiczne nie powinny być postrzegane przykładowo: narzędzie typu Extranet służące do komunikowania się przez korporację zawodową z członkami tej korporacji posiadającymi określone uprawnienia zawodowe, czy grupa utworzona na komunikatorze, do której przynależność można uzyskać jedynie na zaproszenie członka grupy.*”
https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Stanowisko_oferowanie_instrumentow_finansowych_77_479.pdf [dostęp: 17.02.2023 r.].

⁴⁷⁸ Uchwała Rady Ministrów z dnia 1 października 2019 r. w sprawie przyjęcia Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego (Dz. U. z 2019 poz. 1027), dalej: „SRRK”.

⁴⁷⁹ Zgodnie z SRRK „Potrzebne jest również rozważenie zachęt podatkowych i reform w sferze prawnej i regulacyjnej w celu wzmocnienia podstaw dla innowacyjności w sektorze finansowym, które wspierałyby rozwój i zapewniałyby dostęp do kapitału spółkom technologicznym, jako jednym z najefektywniejszych typów przedsiębiorstw w Europie. Zachęcanie do działań innowacyjnych poprzez kompleksowe usunięcie barier ograniczających przedsiębiorcom możliwości wchodzenia na rynek kapitałowy należy do podstawowych założeń niniejszego dokumentu.” Zob. SRRK, s. 64.

postulować zmianę ustawy ECSP poprzez usunięcie art. 48 ust. 1 i 2 dodającego do k.s.h. art. 181¹ oraz art. 257¹.

W dyskusji wskazuje się, że zakaz wykorzystywania sp. z o.o. na potrzeby crowdfundingu inwestycyjnego może zwiększyć zainteresowanie przedsiębiorców prowadzeniem działalności w formie prostej spółki akcyjnej⁴⁸⁰. Jak wynika z uzasadnienia do ustawy wprowadzającej ten nowy typ spółki kapitałowej do polskiego porządku prawnego, prosta spółka akcyjna⁴⁸¹ ma „*łączyć korporacyjny charakter spółki jako osoby prawnej i jego podstawowy przejaw jakim jest wyłączenie osobistej odpowiedzialności wspólników za jej zobowiązania ze znaczną swobodą kształtowania stosunku spółki, zarówno jeśli chodzi o wzajemne relacje pomiędzy wspólnikami, jak i system zarządzania spółką oraz nadzoru nad tym procesem*”⁴⁸². P.S.A. z założenia ma stanowić alternatywę pomiędzy sp. z o.o. oraz spółką akcyjną dla przedsiębiorców zamierzających rozwijać nowoczesne, innowacyjne przedsięwzięcia, w których konieczne jest pozyskiwanie kapitału od zewnętrznych inwestorów⁴⁸³. Podstawowa przewaga P.S.A. nad pozostałymi spółkami kapitałowymi polega na znaczącym złagodzeniu formalności i redukcji kosztów związanych z rejestracją spółki oraz jej bieżącą działalnością⁴⁸⁴, zastąpieniem minimalnego kapitału zakładowego⁴⁸⁵ kapitałem akcyjnym, o wartości co najmniej 1 zł⁴⁸⁶, wprowadzenie wymogu zachowania formy dokumentowej dla zbycia akcji P.S.A.⁴⁸⁷ oraz braku ograniczeń w zakresie uprzywilejowania akcji⁴⁸⁸. Obserwacja kampanii przeprowadzanych w Polsce po

⁴⁸⁰ J. Styczyński, Crowdfunding: którą spółkę wybiorą teraz start-upy?, „Gazeta Prawna” 13.09.2022 r. <https://www.gazetaprawna.pl/firma-i-prawo/artykuly/8534211,crowdfunding-startup-jaka-spolka-psa-sa-ska.html> [dostęp: 06.04.2023 r.].

⁴⁸¹ Dalej: „P.S.A.”.

⁴⁸² Zob. uzasadnienie do rządowego projektu ustawy o zmianie ustawy - Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw, druk 3236, s. 1. <https://www.sejm.gov.pl/sejm8.nsf/druk.xsp?nr=3236> [dostęp: 10.04.2023 r.].

⁴⁸³ *Ibidem*, s. 2-5.

⁴⁸⁴ W tym w szczególności możliwości rejestracji P.S.A. za pośrednictwem systemu S24 (art. 300[7] k.s.h.), dużej liczbie przepisów o charakterze względnie wiążącym, przyznającym założycielom P.S.A. daleko idącą swobodę w kształtowaniu zasad wewnętrznej organizacji spółki, możliwości podejmowania uchwał przez akcjonariuszy przy wykorzystaniu środków komunikacji elektronicznej (art. 300[80] k.s.h.).

⁴⁸⁵ W przypadku spółki akcyjnej minimalny kapitał zakładowy wynosi 100 tysięcy złotych. Zob. art. 308 k.s.h.

⁴⁸⁶ Zob. art. 300[3] k.s.h.

⁴⁸⁷ Zob. art. 300[36] § 4 k.s.h.

⁴⁸⁸ Zob. art. 300[25] k.s.h.

wprowadzeniu P.S.A wskazuje jednak, że pomimo wyżej wymienionych ułatwień, nie jest to powszechnie wybierana forma dla prowadzenia działalności finansowanej za pomocą crowdfundingu inwestycyjnego. Jak dotąd, na pozyskiwanie środków tą metodą zdecydowało się wyłącznie 7 podmiotów, przeprowadzających 8 kampanii z czego wyłącznie 3 zakończyły się sukcesem⁴⁸⁹. Wynik pozostałych 5 kampanii nie przekroczył nawet 10% planowanej kwoty zbiórki⁴⁹⁰. Względem jednej ze spółek przeprowadzających kampanię crowdfundingową KNF wydała decyzję zakazującą dalszego prowadzenia oferty publicznej, w związku ze stwierdzeniem naruszenia prawa⁴⁹¹. Powyższe dane mogą świadczyć o sceptycznym nastawieniu do P.S.A. zarówno ze strony inwestorów jak i właścicieli projektów⁴⁹². Warto dodać, że wprowadzenie P.S.A do polskiego porządku prawnego nie było jednolicie oceniane wśród przedstawicieli doktryny. Do krytyków zmian w tym zakresie zaliczyć można m.in. A. Szumańskiego⁴⁹³ A. Kidybę⁴⁹⁴ oraz M. Romanowskiego⁴⁹⁵. P.S.A. nie jest też formą prawną szczególnie często wybraną przez przedsiębiorców. Do dnia 31 marca 2023 r. zarejestrowano w Polsce wyłącznie 1544 P.S.A⁴⁹⁶. W konsekwencji, nie wydaje się wysoce prawdopodobne, aby po zakończeniu okresu przejściowego trwającego do dnia 9 listopada 2023 r., w którym spółki z o.o. mogą ubiegać się o finansowanie w drodze

⁴⁸⁹ Dwum spółkom: 2Riders P.S.A oraz Dharma P.S.A udało się zebrać 100% planowanego kapitału w 3 kampaniach. Zob. opracowanie A. A. Trzebiński, Rynek ECF, Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu https://airtable.com/shrXxy1MnmVD3hFuo/tblCtdOZ7FNdfdCI9/viwIMdWZAel7ZdHPW?background_color=green [dostęp: 10.04.2023 r.].

⁴⁹⁰ *Ibidem*.

⁴⁹¹ Zob. Decyzja KNF z dnia 7 czerwca 2022 r. o sygnaturze DSP-DSPZNA.418.25.2022.LB wydana po przeprowadzeniu postępowania administracyjnego względem Canpharm P.S.A z siedzibą we Wrocławiu https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Decyzja_Canapharm_78500.pdf [dostęp: 31.03.2023 r.]

⁴⁹² Zdaniem A. Szumańskiego takie stanowisko nie budzi zaskoczenia bowiem „dla przedsiębiorców najważniejsze jest, by ryzyko prowadzenia działalności było jak najmniejsze. Sp. z o.o. działają w Polsce od 1934 r. i obrosły już w orzecznictwo. Zakładając taką spółkę, inwestorzy wiedzą na co się decydują. W wypadku prostej spółki już tak nie jest, bo jest to całkowicie nowa forma prowadzenia działalności.” zob. K. Koślicki, *Prostą spółkę akcyjną nie tak prosto będzie założyć* <https://www.prawo.pl/biznes/prosta-spolke-akcyjna-nie-tak-prosto-bedzie-zalozyc,509172.html> [dostęp: 10.04.2023 r.].

⁴⁹³ *Ibidem*.

⁴⁹⁴ K. Sobczak, *Prof. Kidyba: Prosta spółka akcyjna rozbija system* <https://www.prawo.pl/biznes/prosta-spolka-akcyjna-niebezpieczna-komentarz-prof-andrzeja,368161.html> [dostęp: 10.04.2023 r.]

⁴⁹⁵ M. Domagalski, *Michał Romanowski o prostej spółce akcyjnej* <https://www.rp.pl/opinie-prawne/art3280781-michal-romanowski-o-prostej-spolce-akcyjnej> [dostęp: 10.04.2023 r.]

⁴⁹⁶ <https://ekrs.ms.gov.pl/> [dostęp: 10.04.2023 r.]

oferowania swoich udziałów za pośrednictwem platform crowdfundingowych⁴⁹⁷ nastąpił znaczący wzrost popularności P.S.A.

3. Rynek crowdfundingu inwestycyjnego w Polsce po uchwaleniu Rozporządzenia 2020/1503

3.1. Stan rynku crowdfundingu inwestycyjnego w Polsce po rozpoczęciu obowiązywania Rozporządzenia 2020/1503

Zgodnie z danymi na koniec roku 2021 r., a więc w początkowym okresie obowiązywania Rozporządzenia 2020/1503 w Polsce funkcjonowało 16 platform crowdfundingu inwestycyjnego. Za największą z nich – kierując się kryterium łącznej wartości emisji przeprowadzonych w latach 2012 - 2021 należy uznać Crowdway, za pośrednictwem której emitenci zebrali ponad 85 milionów złotych. Na kolejnych miejscach uplasowały się odpowiednio Beesfund, Crowdconnect, FindFunds, Emiteo, FundedByMe, StockAmbit, Smartfunds, Navigator Crowd, shareVentures.com, Emisje.com, Forc.ee, FundedByMe, Raisemana.com Investoor oraz Wspólnicy.pl⁴⁹⁸.

Jeśli chodzi o dane dotyczące emitentów wskazać należy, że w samym 2021 roku na pozyskanie kapitału w formie crowdfundingu inwestycyjnego zdecydowało się 85 spółek. Najsilniej reprezentowane były podmioty działające w branży gamingowej (23%), dalej spółki branży konopnej (16%) oraz spółki z branży IT, w tym podmioty rozwijające aplikacje mobilne, rozwiązania e-commerce czy tworzące oprogramowania (13%). Inne sektory gospodarki, w których działali emitenci to m.in. branża rozrywkowa (9,1%), produkcja alkoholi (9%), odnawialne źródła energii (7,8%) czy produkcja żywności (6,1%). Pozostałe 16,8 % emitentów prowadziło działalność w bardzo zróżnicowanych branżach takich jak marketing, medycyna, moda i uroda czy usługi motoryzacyjne. Podobnie jak w roku 2021 społecznościowe najchętniej wykorzystywały spółki średniej

⁴⁹⁷ zob. art. 93 pkt 2 ustawy ECSP.

⁴⁹⁸ A. A. Trzebiński „Crowdfunding udziałowy...”, *op.cit.*, s.20.

wielkości tj. z wyceną *pre-money valuation*⁴⁹⁹ w przedziale do 20 milionów złotych (77%)⁵⁰⁰.

Z maksymalnego limitu oferty papierów wartościowych, której przeprowadzenie nie wymagało sporządzenia prospektu lub memorandum informacyjnego tj. 1 000 000 000 euro, skorzystało tylko osiem spółek: Start Space S.A, Kombinat Konopny S.A., KTS Weszło S.A., Alembik Polska S.A., Tenczyńska Okovita S.A., CanPoland S.A. oraz United Label S.A. oraz Farmy Fotowoltaiki S.A. Aż 5 z nich dokonywało emisji za pośrednictwem platformy Crowdway⁵⁰¹.

Mimo rewolucyjnych zmian jakie zwiastowało przyjęcie Rozporządzenia 2020/1503, rynek crowdfundingu inwestycyjnego w Polsce w 2022 r. nie odbiegał znacząco od roku poprzedniego. W szczególności dane statystyczne za 2022 wskazują, że emisje odbywały się za pośrednictwem wyłącznie 11 platform. Najwięcej środków zebrano za pośrednictwem platformy Beesfund, potem kolejno Findfunds, Forc.ee, Emiteo, Navigator Crowd, Crowdconnect, Crowdway, NewCrowd, Wspólnicy.pl, Skyants oraz Croowdfund⁵⁰². W ostatnim roku zaobserwować można przy tym widoczny spadek zainteresowania finansowaniem społecznościowym wśród emitentów – na tę formę pozyskiwania kapitału zdecydowały się tylko 47 spółek zbierając łącznie niecałe 24,5 miliona złotych. Najwięcej spółek korzystających z crowdfundingu prowadziło działalność w branży żywnościowej (17%), dalej gamingowej (15%) oraz rozrywkowej (11%). Kolejne sektory gospodarki reprezentowane przez emitentów to: alkohole rzemieślnicze, aplikacje mobilne i e-commerce (po 8,5% każdy). Pozostałe 31,5% emitentów prowadziło działalność w branżach takich jak m.in. energie odnawialne odzież, nieruchomości. usługi finansowe, sport, turystyka, wyposażenie wnętrz, produkty konopne. Podobnie jak w roku 2021 finansowanie społecznościowe najchętniej

⁴⁹⁹ Wycena *pre-money valuation* Odnosi się do wyceny aktywów danego podmiotu przed finansowaniem. Zob. C. Majski, Pre-Money vs. Post-Money: What's the Difference?
źródło: <https://www.investopedia.com/ask/answers/difference-between-premoney-and-postmoney/#ixzz1WQq46zn0> [dostęp: 10.12.2022 r.]

⁵⁰⁰ A. A. Trzebiński „Crowdfunding udziałowy...”, *op.cit.*, s. 17.

⁵⁰¹ *Ibidem*, s. 14.

⁵⁰² Opracowanie A. A. Trzebiński, Rynek ECF, Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
<https://airtable.com/shrXxy1MnmVD3hFuo/tblCtdOZ7FNdfdCI9/viwIMdWZAel7ZdHPW?background%20Color=green> [dostęp: 9.02.2023 r.].

wykorzystywały spółki średniej wielkości tj. z wyceną *pre-money valuation* w przedziale do 20 milionów złotych⁵⁰³. Żadnej ze spółek nie udało się zebrać maksymalnej kwoty, umożliwiającej przeprowadzenie oferty publicznej papierów wartościowych, bez sporządzenia prospektu lub memorandum informacyjnego (tj. 1 miliona euro). Powyższe dane ewidentnie wskazują na ochłodzenie nastrojów rynkowych i spadek zainteresowania rynkiem crowdfundingu. Należy jednocześnie pamiętać, że rok 2022 r. był niezwykle burzliwy. Inwazja Rosji na Ukrainę na początku ubiegłego roku wywołała strach przed destabilizacją gospodarki w regionie i załamaniem gospodarczym. Czynniki geopolityczne spowodowały, że – w oczach uczestników rynku – rok 2022 był najtrudniejszy od ostatnich 4 lat⁵⁰⁴. Operatorzy platform crowdfundingowych wskazują, że część z emitentów wobec tej sytuacji zrezygnowała z przeprowadzania zbiórek lub przesunęła ich rozpoczęcie w czasie.

Wnioski płynące z analizy rynku crowdfundingu inwestycyjnego w pierwszych miesiącach 2023 r. są jednak bardziej optymistyczne. W I kwartale 2023 r. przeprowadzono 7 zbiórek za pośrednictwem 3 platform: Beesfund, Crowdway oraz Findfunds. Emitenci reprezentowali zróżnicowane branże: aplikacje mobilne i e-commerce, sport, medycyna, żywność, produkty konopne czy alkohole rzemieślnicze. Na uwagę zasługuje fakt, że spółce Kombinat Konopny S.A. która pozyskiwała finansowanie za pośrednictwem platformy Crowdway udało się zebrać maksymalną kwotę umożliwiającą przeprowadzenie oferty publicznej papierów wartościowych, bez sporządzenia prospektu lub memorandum informacyjnego tj. 4,5 miliona złotych, w ciągu niecałych trzech godzin⁵⁰⁵. Zdaniem ekspertów, powyższa emisja była znakiem, że

⁵⁰³ *Ibidem*.

⁵⁰⁴ Tak m.in. A. Regiec platforma Beesfund oraz D. Paczka, platforma Emiteo źródło: P. Wielądek, To były trudne/dziwne 12 miesięcy – podsumowanie 2022 roku i perspektywa na 2023 oczami osób z branży, Crowdreview, 28.01.2022

<https://crowdreview.pl/dla-inwestora/to-byly-trudne-dziwne-12-miesiecy-podsumowanie-2022-roku-i-perspektywa-na-2023-oczami-osob-z-branzy/> [dostęp: 9.02.2023r.].

⁵⁰⁵ Kombinat Konopny pozyskał 1 mln euro w ramach crowdfundingu, Strefa Inwestorów <https://strefainwestorow.pl/wiadomosci/20230215/kombinat-konopny-pozyskal-1-mln-euro-w-ramach-crowdfundingu> [dostęp: 18.03.2023 r.].

polski rynek crowdfundingu inwestycyjnego jest już gotowy na zwiększenie limitów zbiorów do 5 milionów euro⁵⁰⁶.

Szczególnie znamienne jest jednak to, że do dnia 31 marca 2023 r. żadna z polskich platform crowdfundingu inwestycyjnego nie uzyskała zezwolenia na prowadzenie działalności zgodnie z przepisami Rozporządzenia 2020/1503. Przyczyn takiego stanu rzeczy należy upatrywać w szczególności w znaczącej zwłoce w dostosowaniu polskiego porządku prawnego do przepisów Rozporządzenia 2020/1503. Jak wskazano w pkt 2 niniejszego rozdziału, ustawa ECSP zapewniająca stosowanie Rozporządzenia 2020/1503 weszła w życie dopiero 29 lipca 2021 r., a więc z prawie ośmiomiesięcznym opóźnieniem. Brak wspomnianej wyżej ustawy w praktyce oznaczał brak możliwości składania przez operatorów platform crowdfundingowych wniosków o udzielenie zezwolenia na prowadzenie działalności w charakterze dostawców usług finansowania społecznościowego z uwagi na niewyznaczenie organu właściwego w rozumieniu Rozporządzenia 2020/1503 do rozpatrywania takich wniosków. Problem ten był szczególnie doniosły, bowiem zgodnie z art. 48 ust. 1 Rozporządzenia 2020/1503 podmioty, które w dniu wejścia w życie tego aktu prawnego świadczyły usług finansowania społecznościowego mogą kontynuować działalność do dnia 10 listopada 2022 r. lub do czasu uzyskania zezwolenia, na podstawie Rozporządzenia 2020/1503, w zależności od tego, które ze zdarzeń nastąpi wcześniej. Przepisy nie przewidywały zatem możliwości kontynuowania świadczenia usług przez podmiot, który w momencie upływu terminu 10 listopada 2022 r. był stroną postępowania o udzielenie zezwolenia. Pojawiła się zatem uzasadniona obawa, że nawet przy złożeniu stosownego wniosku w pierwszym możliwym terminie tj. 29 lipca 2021 r., operatorzy platform crowdfundingowych mogą nie uzyskać wymaganego prawem zezwolenia przed zakończeniem tzw. okresu dostosowawczego, mając na względzie złożoność i czasochłonność postępowań prowadzonych przed KNF. Taka sytuacja stawiała w nadzwyczaj niekorzystnym położeniu zarówno operatorów platform crowdfundingu

⁵⁰⁶ Zob. wypowiedź M. Stanka w G. Uryniuk, *Kombinat Konopny z kolejną szybką emisją*, „Gazeta Giełdy i Inwestorów Parkiet” 14.12.2023 r. <https://www.parkiet.com/crowdfunding/art37955321-kombinat-konopny-z-kolejna-szybka-emisja> [dostęp: 18.03.2023 r.].

inwestycyjnego, którzy z przyczyn od nich niezależnych zostali narażeni na ryzyko konieczności dyskontynuacji działalności gospodarczej, ale także samych emitentów którzy planowali przyszłe kampanie. Problem ten sygnalizował już wcześniej sam nadzorca – 10 lipca 2021 r. UKNF opublikował „Stanowisko w związku z ryzykiem niedostosowania do dnia 10.11.21 r. polskiego porządku prawnego do przepisów Rozporządzenia ECSP⁵⁰⁷”, potwierdzając, że do momentu uchwalenia przez polskiego ustawodawcę krajowej ustawy zapewniającej stosowanie Rozporządzenia 2020/1503 nie będzie wyznaczonego organu właściwego i tym samym nie może rozpocząć się żaden proces licencyjny w zakresie usług finansowania społecznościowego.

Brak możliwości złożenia wniosku o udzielenie zezwolenia aż do 29 lipca 2022 r. nie był bynajmniej jedyną przeszkodą w odpowiednim dostosowaniu działalności operatorów platform crowdfundingu inwestycyjnego do Rozporządzenia 2020 /1503. Nowy akt prawny przewidywał bowiem wydanie szeregu regulacyjnych standardów technicznych⁵⁰⁸ (ang. *regulatory technical standards, RTS*), czyli delegowanych aktów prawa wtórnego UE, przygotowywanych przez ESMA⁵⁰⁹, a przyjmowanych przez Komisję Europejską które mają na celu rozwinięcie, doprecyzowanie i określenie warunków właściwej harmonizacji przepisów określonych w Rozporządzeniu 2020/1503⁵¹⁰. Innymi słowy, regulacyjne standardy techniczne mają za zadanie uszczegółowienie i dookreślenie konkretnych obowiązków nałożonych na dostawców usług finansowania społecznościowego mocą Rozporządzenia 2020/1503. Pierwsza wersja regulacyjnych standardów technicznych została opublikowana przez ESMA 26 lutego 2021 r.⁵¹¹, jednak w toku konsultacji uwagi do niej zgłosiły 24 podmioty⁵¹². W

⁵⁰⁷ https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Stanowisko_UKNF_dot_zasad_dzialania_dostawcow_uslug_finansowania_spolecznosciowego_w_okresie_przejsciowym.pdf [dostęp: 1.12.2022 r.].

⁵⁰⁸ Zob. np. art. 7 ust. 1, art. 8 ust. 7, art. 12 ust. 16, art. 21 ust. 8 Rozporządzenia 2020/1503.

⁵⁰⁹ W przypadku crowdfundingu pożyczkowego regulacyjne standardy techniczne opracowuje także Europejski Urząd Nadzoru Bankowego.

⁵¹⁰ Zob. więcej na temat ogólnej procedury przyjmowania regulacyjnych standardów technicznych: <https://deutsche-boerse.com/dbg-en/regulation/regulatory-topics/mifid-mifir/mifid-mifir-virtual/mifid-i-to-mifid-ii/mifid-ii-mifir/RTS-and-ITS-151036> [dostęp: 11.12.2022 r.].

⁵¹¹ ESMA Consultation Paper. Draft technical standards under the ECSP Regulation 26 February 2021 | ESMA/35-36-2201 https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-36-2201_cp_-_ecspr_technical_standards.pdf [dostęp: 11.12.2022 r.].

⁵¹² <https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/consultation-draft-technical-standards-under-ecsp-regulation> [dostęp: 11.12.2022 r.].

konsekwencji, ostateczna wersja regulacyjnych standardów technicznych została opublikowana przez ESMA dopiero 10 listopada 2021 r.⁵¹³, co oznacza, że do tego dnia potencjalni dostawcy usług finansowania społecznościowego nie znali szczegółowych wymogów prawnych dotyczących prowadzonej przez nich działalności jak np. ostatecznej listy dokumentów i informacji, jaką należy załączyć do wniosku o udzielenie zezwolenia na podstawie Rozporządzenia 2020/1503⁵¹⁴. Wobec takiego stanu rzeczy, kompleksowe przygotowanie do dostosowania działalności do nowych wymogów prawnych operatorzy platform crowdfundingu inwestycyjnego mogli *de facto* rozpocząć dopiero rok po uchwaleniu Rozporządzenia 2020/1503.

3.2. Możliwe przyczyny braku aktywności operatorów platform crowdfundingu inwestycyjnego w zakresie uzyskiwania statusu dostawcy usług finansowania społecznościowego

3.2.1. Przedłużenie okresu przejściowego

Brak szczególnej aktywności platform crowdfundingu inwestycyjnego niewątpliwie związany był z przedłużeniem przez Komisję Europejską po konsultacji z ESMA okresu przejściowego, o którym mowa w art. 48 ust. 1 Rozporządzenia 2020/1503 o kolejne 12 miesięcy⁵¹⁵. Dodatkowy czas na dostosowanie działalności do nowych przepisów pozwolił operatorom platform funkcjonującym już na rynku przesunąć w czasie moment złożenia wniosku o udzielenie zezwolenia na prowadzenie działalności w charakterze dostawców usług finansowania społecznościowego. Należy jednocześnie zwrócić uwagę, że odwlekanie decyzji w tym zakresie niesie za sobą istotne ryzyko naruszenia ciągłości działania takich platform. Zakończenie przedłużonego okresu przejściowego dnia 10

⁵¹³ ESMA Final Report. Draft technical standards under the ECSP Regulation, 10 November 2021 | ESMA35-42-1183 <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-technical-standards-crowdfunding> [dostęp: 11.12.2022 r.].

⁵¹⁴ Wzór wniosku, w tym listę wszystkich wymaganych danych określa Załącznik V zatytułowany „Draft RTS pursuant to Article 12(16) of the ECSPR” zob. ESMA Final Report. Draft technical standards under the ECSP Regulation 2 10 November 2021 | ESMA35-42-1183 <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-technical-standards-crowdfunding> [dostęp: 11.12.2022 r.].

⁵¹⁵ Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2022/1988 z dnia 12 lipca 2022 r. przedłużające okres przejściowy umożliwiający dalsze świadczenie usług finansowania społecznościowego zgodnie z prawem krajowym, o którym to okresie mowa w art. 48 ust. 1 rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/150 (OJL 273, 21.10.2022, p.3-4).

listopada 2023 r. w praktyce oznacza, że operatorzy platform, którzy do tego czasu nie uzyskali zezwolenia na podstawie Rozporządzenia 2020/1503 będą zobligowani do zawieszenia swojej działalności do czasu pozytywnego rozstrzygnięcia postępowania przed właściwym organem nadzoru. Uzyskanie stosownego zezwolenia ma przy tym kluczowe znaczenie nie tylko z punktu widzenia samych operatorów platform, ale także z punktu widzenia ich klientów: tak inwestorów jak i właścicieli projektów poszukujących finansowania. Trwające kampanie crowdfundingowe przeprowadzane za pośrednictwem platform, które do dnia 10 listopada 2023 r. nie uzyskają zezwolenia na prowadzenie działalności zgodnie z przepisami Rozporządzenia 2020/1503, będą musiały zostać zakończone lub zawieszone, co rodzi uzasadnione wątpliwości m.in. związane z przeprowadzeniem procedury zwrotu pozyskanych dotychczas środków. Zważywszy na to, że operatorzy platform crowdfundingowych co do zasady nie pośredniczą w procesie przepływu kapitału pomiędzy właścicielem projektu a inwestorem⁵¹⁶, formalności z tym związane będą obciążać przede wszystkim spółkę pozyskującą finansowanie. Nie ma natomiast wątpliwości, że przerwanie kampanii w trakcie jej trwania może w negatywny sposób odbić się na reputacji samej platformy, w szczególności, że jej operatorzy nie dysponują skutecznymi mechanizmami pozwalającymi wyegzekwować od właściciela projektu szybkiego i efektywnego działania w tym zakresie. Wydaje się więc, że na operatorze platformy, za pośrednictwem której przeprowadzana będzie kampania, której czas trwania może przekroczyć termin zakończenia okresu przejściowego będzie ciążył obowiązek rzetelnego informowania swoich klientów o potencjalnym ryzyku zawieszenia kampanii do czasu uzyskania stosownego zezwolenia. Trudno natomiast przewidzieć, czy w warunkach tak daleko idącej niepewności inwestorzy będą skłonni angażować swój kapitał, zaś właściciele projektów - organizować kampanie crowdfundingowe (co wiąże się ze znacznymi nakładami finansowymi i organizacyjnymi). Innym, bezpieczniejszym z punktu widzenia inwestorów, rozwiązaniem jest takie zaplanowanie kampanii, które pozwoli na jej zakończenie przed upływem okresu przejściowego. Niezależnie od wybranej opcji, należy przewidywać, że że koniec III kwartału 2023 r. charakteryzować będzie znaczące zmniejszenie liczby

⁵¹⁶ Wyjątkiem może być sytuacja, w której operator platformy crowdfundingowej posiada jednocześnie status dostawcy usług płatniczych lub instytucji kredytowej, jednak w Polsce taka sytuacja nie ma miejsca.

przeprowadzanych kampanii crowdfundingowych. Warto w tym miejscu uwypuklić, że nawet złożenie wniosku o udzielenie zezwolenia na początku 2023 r. nie gwarantuje zakończenia postępowania administracyjnego w tej sprawie przed upływem okresu przejściowego⁵¹⁷. Wprawdzie, zgodnie z art. 12 ust. 8 Rozporządzenia 2020/1503 decyzja o udzieleniu zezwolenia lub o odmowie udzielenia zezwolenia na prowadzenie działalności jako dostawca usług finansowania społecznościowego powinna być wydana w ciągu trzech miesięcy od dnia złożenia kompletnego wniosku w tej sprawie, zaś ocena owej „kompletności” wniosku powinna nastąpić w ciągu 25 dni roboczych od dnia jego otrzymania przez właściwy organ, jednak w praktyce sprawa jest zdecydowanie bardziej skomplikowana. Bazując na danych dotyczących przebiegu postępowaniach o udzielenie zezwolenia na prowadzenie działalności w charakterze dostawcy usług płatniczych⁵¹⁸ można wysunąć wniosek, że postępowanie o udzielenie zezwolenia na prowadzenie działalności nadzorowanej przez KNF praktycznie nigdy nie ogranicza się wyłącznie do przekazania wniosku przez wnioskodawcę oraz jego oceny przez KNF. Jak wynika z Raportu EBA dot. zezwoleń wydawanych na gruncie Dyrektywy 2015/2366 z 11 stycznia 2023 r.⁵¹⁹ w Polsce, średni czas trwania postępowania o udzielenie zezwolenia na podstawie ustawy o usługach płatniczych wynosi od 20 do 24 miesięcy od dnia złożenia wniosku⁵²⁰. Jednym z głównych powodów opóźnień w toku postępowania jest niesatysfakcjonująca jakość składanych wniosków, skutkująca koniecznością przekazywania dodatkowych wyjaśnień i dokumentów jak również terminowość uzupełniania braków przez wnioskodawców⁵²¹. Nie sposób jednak przyjąć, że czas trwania postępowania zależy wyłącznie od samego wnioskodawcy. Warto bowiem

⁵¹⁷ Autorka wróciła się do UKNF z pytaniem dotyczącym ogólnej liczby wniosków złożonych przez potencjalnych dostawców usług finansowania społecznościowego, jednak uzyskała odmowę udzielenia odpowiedzi na to pytanie.

⁵¹⁸ Z uwagi na krótki okres obowiązywania Rozporządzenia 2020/1503 oraz brak wystarczających danych w tym zakresie, posłużono się danymi dotyczącymi postępowania o udzielenie zezwolenia na prowadzenie działalności w charakterze dostawcy usług płatniczych - krajowej instytucji płatniczej. Dostawcy usług finansowania społecznościowego oraz krajowe instytucje płatnicze są bowiem nadzorowane przez ten sam departament UKNF, tj. Departament Bankowości Równoległej.

⁵¹⁹ Report On The Peer Review On Authorisation Under PSD2, 11 January 2023, EBA/Rep/2023/01 https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Reports/2023/10/50744/Peer%20Review%20Report%20on%20authorisation%20under%20PSD2.pdf [dostęp: 22.01.2023 r.].

⁵²⁰ *Ibidem*, s. 11.

⁵²¹ *Ibidem*, s. 12.

zwrócić uwagę, że unijna mediana w tym zakresie wynosi 7-9 miesięcy, a w krajach takich jak Estonia, Szwecja, Słowacja czy Litwa średni czas trwania postępowania jest jeszcze znacząco krótszy i wnosi od 4 do 6 miesięcy od dnia złożenia wniosku⁵²². Nie ma przy tym wątpliwości, że jakość merytoryczna wniosków składanych w krajach innych niż Polska też jest zróżnicowana (tj. nie zawsze są to wnioski w pełni kompletne i adresujące wszystkie kluczowe kwestie), a mimo to Polska uplasowała się na ostatnim miejscu spośród wszystkich krajów UE pod kątem czasu trwania postępowania. Można zatem wysunąć tezę, że długi czas rozpatrywania wniosków w toku postępowań administracyjnych przed KNF ma swoje źródło również w samej organizacji pracy tego urzędu. Z tego powodu istnieje wysokie prawdopodobieństwo, że wnioski dotyczące udzielenia zezwolenia na prowadzenie działalności w charakterze dostawcy usług finansowania społecznościowego będą rozpatrywane w czasie zbliżonym do wniosków dotyczących krajowych instytucji płatniczych, lub nawet dłużnym, biorąc pod uwagę ich precedensowy charakter i brak wypracowanej praktyki nadzorczej w tym zakresie. To z kolei stwarza ryzyko, że złożenie wniosku dopiero w 2023 r. nie pozwoli operatorom platform crowdfundingowych uzyskać stosownego zezwolenia do dnia 10 listopada 2023 r. Nie można tym samym wykluczyć sytuacji, w której przez pewien okres na polskim rynku nie będzie odbywać się ani jedna kampania crowdfundingową objęta reżimem Rozporządzenia 2020/1503 tj. taka która nie jest przeprowadzana bezpośrednio przez emitenta, z pominięciem platformy crowdfundingowej.

3.2.2. Koszty związane z zapewnieniem zgodności działalności z Rozporządzeniem 2020/1503

Na opóźnienia w dostosowywaniu działalności do przepisów Rozporządzenia 2020/1503 bez wątpienia wpływ miały także koszty z tym związane. Przed operatorami platform crowdfundingowych postawiono bowiem wymóg zreorganizowania swojej działalności pod kątem kadrowym, operacyjnym i technologicznym. Nie można pominąć również okoliczności, że zapewnienie pełnej zgodności z przepisami Rozporządzenia 2020/1503 może stanowić istotne wyzwanie dla operatorów platform

⁵²² *Ibidem*, s. 11.

crowdfundingowych, nie tylko w wymiarze materialnym ale także organizacyjnym. Do tej pory operatorzy platform crowdfundingowych dysponowali stosunkowo dużą swobodą w określaniu swojej struktury organizacyjnej oraz zarządzaniu zasobami ludzkimi. Z uwagi na ograniczony zakres działalności takich podmiotów, sprowadzający się w dużej mierze do prowadzenia czynności marketingowo- promocyjnych związanych z kampanią finansowania społecznościowego, przeważającą część pracowników lub współpracowników operatorów platform crowdfundingowych stanowili specjaliści z zakresu PR, grafiki, marketingu oraz copywritingu. Wraz z nałożeniem na dostawców usług finansowania społecznościowego dodatkowych obowiązków pojawiła się konieczność zatrudnienia nowych osób odpowiedzialnych za ich realizację. Szczególnie istotny w tym kontekście jest obowiązek opracowania i wdrożenia właściwych środków kontroli wewnętrznej który wymaga powołania osób pełniących funkcję nadzorującego zgodność działalności z prawem jak również zarządzającego ryzykiem.

Rozporządzenie 2020/1503 istotnie zmieniło również sam proces świadczenia usług finansowania społecznościowego. Wykonywanie dodatkowych obowiązków wynikających z tego aktu prawnego wymaga z kolei dodatkowego zaangażowania czasowego pracowników a niejednokrotnie również skorzystania z zewnętrznych usług podmiotów takich jak kancelarie prawne (w celu opracowania nowych dokumentów i procedur wewnętrznych), biur rachunkowych czy analityków finansowych (w celu sporządzenia planu finansowego oraz prognozy ostrożnościowych środków ochrony na 3 kolejne lata). Niebagatelne koszty mogą wynikać również z konieczności dostosowania funkcjonalności samej platformy do nowych warunków prowadzenia działalności. Chodzi m.in. o funkcjonalność umożliwiającą przeprowadzenie wstępnego testu wiedzy, symulacji zdolności do ponoszenia strat, wprowadzenie mechanizmu uniemożliwiającego pobranie od inwestora środków pieniężnych i przekazane ich właścicielowi projektu przed wygaśnięciem okresu namysłu czy pozwalającego na wyświetlenie ostrzeżenia o ryzyku w sytuacji przewidzianej przez przepisy.

Warto również dodać, że dostawcy usług finansowania społecznościowego zostali zobowiązani do utrzymywania ostrożnościowych środków ochrony w wysokości co najmniej 25 tysięcy euro lub odpowiadających kwocie jednej czwartej stałych kosztów

pośrednich w poprzednim roku- w zależności od tego, która z tych kwot jest wyższa⁵²³. Wobec faktu, że na dzień złożenia niniejszej rozprawy żaden zakład ubezpieczeń w Polsce nie oferuje polisy spełniającej warunki wskazane w art. 11 ust. 5 Rozporządzenia 2020/1503⁵²⁴, ostrożnościowe środki ochrony powinny przyjąć formę środków własnych, których utrzymywanie na odpowiednim poziomie może okazać się wyzwaniem dla dostawców usług finansowania społecznościowego.

Nie można również zapomnieć o kosztach wynikających z samego postępowania o udzielenie zezwolenia na prowadzenie działalności w charakterze dostawcy usług finansowania społecznościowego. Udzielenie zezwolenia na podstawie Rozporządzenia 2020/1503, w pełnym zakresie świadczenia usług finansowania społecznościowego (tj. zarówno crowdfundingu inwestycyjnego jak i crowdfundingu pożyczkowego), podlega opłacie w wysokości 4500 euro, zaś wyłącznie w zakresie crowdfundingu inwestycyjnego – opłacie w wysokości 2250 euro⁵²⁵. Do wskazanych powyżej kwot należy doliczyć jeszcze koszty obsługi prawnej związanej z przygotowaniem wniosku oraz reprezentacją w toku postępowania administracyjnego przed KNF. Biorąc pod uwagę niezbędny nakład pracy w tym zakresie honoraria kancelarii prawnej za te czynności należy oszacować na kilkadziesiąt tysięcy złotych⁵²⁶.

Jak wynika z ankiety przeprowadzonej w lipcu 2022 r. przez EUROCROWD wśród operatorów platform crowdfundingu objętych zakresem zastosowania Rozporządzenia 2020/1503, aż 40% respondentów oszacowało całkowite koszty związane z dostosowaniem działalności do wymogów przewidzianych w Rozporządzeniu 2020/1503 na kwotę przekraczającą 50 tysięcy euro. Pozostała część badanych, w równych częściach

⁵²³ Szczegółowy opis ostrożnościowych środków ochrony został przedstawiony w Rozdziale III niniejszej rozprawy.

⁵²⁴ Dane własne na podstawie zapytań wysłanych do zakładów ubezpieczeń prowadzących działalność na terytorium Rzeczypospolitej polskiej. Pierwszym – i jednym znanym autorce - podmiotem, który zaoferował ubezpieczenie, spełniające kryteria wskazane w art. 11 ust. 5 Rozporządzenia 2020/1503 jest brytyjski broker ubezpieczeniowy Protean Risk, zob. więcej <https://eurocrowd.org/blog/2022/12/21/first-eu-insurance-policy-in-line-with-article-11-ecspr-is-available-now/> [dostęp: 5.02.2023 r.].

⁵²⁵ §14 ust. 1 Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 14 grudnia 2022 r. w sprawie opłat na pokrycie kosztów nadzoru nad rynkiem kapitałowym (Dz. U. z 2022 r. poz. 2748).

⁵²⁶ Powyższe szacunki korespondują z obliczeniami dokonanymi przez EUROCROWD, zob. EUROCROWD, *Insights on the ECSPR licensing proces*, 28.09.2022 r. <https://eurocrowd.org/blog/2022/09/28/insights-on-the-ecspr-licensing-process/> [dostęp: 5.02.2023 r.].

(tj. 30% i 30%) wskazała na kwotę w przedziale od 30 do 50 tysięcy euro oraz od 15 do 30 tysięcy euro. R. Klevera, dyrektor Europejskiego Centrum dla Alternatywnych Finansów wskazuje że jednorazowe koszty związane z uzyskaniem zezwolenia mogą sięgać nawet 100 tysięcy euro, z wyłączeniem kosztów obsługi prawnej⁵²⁷. Interesujące może być to, że aż 80 procent ankietowanych przez EUROCROWD wskazało, że przed uzyskaniem zezwolenia na prowadzenie działalności w charakterze dostawcy usług finansowania społecznościowego planuje przeprowadzić zbiórkę funduszy na własnej platformie⁵²⁸.

3.3.Badania empiryczne dotyczące potencjalnego wpływu Rozporządzenia 2020/1503 na rynek crowdfundingu inwestycyjnego w Polsce

W celu uzupełnienia przedstawionych w niniejszym rozdziale uwarunkowań rynku crowdfundingu inwestycyjnego po uchwaleniu Rozporządzenia 2020/1503 przeprowadzono badania empiryczne w postaci ankiety oraz wywiadu eksperckiego dotyczące potencjalnego wpływu Rozporządzenia 2020/1503 na rynek crowdfundingu inwestycyjnego w Polsce. Poniżej zaprezentowano szczegółową metodologię oraz wyniki badań.

3.3.1. Badania ankietowe

Ankieta została przygotowana metodą CAWI (ang. Computer Assisted Web Interview). Zaproszenia do wypełnienia ankiety zostały rozesłane do 9 aktywnych na polskim rynku operatorów platform crowdfundingu inwestycyjnego tj. Crowdfunder, Beesfund, Findfunds, Forc.ee, Emiteo, NewCrowd, StockAmbit, Wspólnicy.pl oraz Skyants. Celowo zrezygnowano z zaproszenia do wypełnienia ankiety operatorów platform crowdfundingu inwestycyjnego należących do grupy kapitałowej domów maklerskich tj. Navigator Crowd oraz Crowdconnect jako podmiotów podlegających reżimowi ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Możliwość nadsyłania

⁵²⁷A. Vodolazhska, *Crowdfunding in the Netherlands: a Promising Market?* <https://lenderkit.com/blog/crowdfunding-in-the-netherlands/> [dostęp: 5.02.2023 r.].

⁵²⁸ EUROCROWD, *Insights on the..., op.cit.*

odpowiedzi na pytania ankietowe została udostępniona w dniach od 5 lutego 2023 do 31 marca 2023. W ankiecie wzięło udział 6 podmiotów. Ankieta była anonimowa oraz zawierała 5 pytań otwartych oraz 6 pytań zamkniętych.

Pytania otwarte były następujące:

- a) Jakie są ogólne spostrzeżenia Platformy na temat Rozporządzenia 2020/1503 oraz jego wpływu na rynek crowdfundingu inwestycyjnego? W odpowiedziach:
- b) Czy zdaniem Platformy model regulacji prawnej przyjęty w Rozporządzeniu 2020/1503 spełnia kryterium proporcjonalności, zachowując równowagę między interesem publicznym a interesem operatorów platform crowdfundingu inwestycyjnego? Dlaczego?
- c) Które z obowiązków nałożonych przez Rozporządzenie 2020/1503 Platforma ocenia jako nadmiarowe lub nadmiernie dolegliwe z punktu widzenia Platformy, właściciela projektu oraz inwestora?
- d) Które z rozwiązań wprowadzonych przez Rozporządzenie 2020/1503 Platforma ocenia jednoznacznie pozytywnie?
- e) Które z rozwiązań wprowadzonych przez Rozporządzenie 2020/1503 Platforma ocenia negatywnie?

Zaś pytania zamknięte:

- a) Czy po uzyskaniu zezwolenia na prowadzenie działalności w charakterze dostawcy usług finansowania społecznościowego, Platforma planuje listować inne niż akcje papiery wartościowe?
- b) Czy po uzyskaniu zezwolenia na prowadzenie działalności w charakterze dostawcy usług finansowania społecznościowego, Platforma planuje przeprowadzać zbiórki transgraniczne?
- c) Czy zdaniem Platformy długość okresu przejściowego (kończącego się 10 listopada 2023 r.) jest adekwatna i wystarczająca na dostosowanie działalności do wymogów wynikających z Rozporządzenia 2020/1503?
- d) Czy Platforma złożyła już wniosek o udzielenie zezwolenia na prowadzenie działalności w charakterze dostawcy usług finansowania społecznościowego (dalej: „wniosek ECSP”)?

e) Kiedy Platforma złożyła wniosek ECSP?

f) Które elementy wniosku ECSP sprawiały Platformie największą trudność?

Szczegółowe odpowiedzi respondentów zostały przedstawione w tabeli nr 1 oraz w wykresach nr 1-6. Ich analiza prowadzi do opisanych poniżej wniosków.

Ankietowani co do zasady pozytywnie ocenili sam fakt wprowadzenia regulacji, jednak większość z nich (Platforma 1, Platforma 2, Platforma 3, Platforma 6) zwróciła uwagę na zbyt daleko idące obowiązki nałożone na dostawców usług finansowania społecznościowego. Zdaniem Platformy 1 i Platformy 2, restrykcyjne wymogi w zakresie prowadzenia działalności mogą podnieść koszty finansowania za pomocą crowdfundingu i negatywnie wpłynąć na rentowność prowadzenia działalności platform crowdfundingowych w Polsce.

Respondenci nie byli zgodni co do tego, czy model regulacji prawnej przyjęty w Rozporządzeniu 2020/1503 spełnia kryterium proporcjonalności, zachowując równowagę między interesem publicznym a interesem operatorów platform crowdfundingu inwestycyjnego. Czterech z nich (Platforma 1, Platforma 2, Platforma 3, Platforma 6) wskazała, że co najmniej niektóre z mechanizmów przewidzianych w Rozporządzeniu 2020/1503 stanowi nadmierne obciążenie dla operatorów platform crowdfundingowych, co może stanowić barierę w rozwoju rynku. Platforma 4 oraz Platforma 5 oceniła natomiast unijny akt prawny jako proporcjonalny, przy czym zdaniem Platformy 4, polskie przepisy zapewniające stosowanie Rozporządzenia 2020/1503 należy uznać za nadmiernie dolegliwe. Wśród rozwiązań wprowadzonych na mocy nowych przepisów, które ankietowani oceniali jako nadmiarowe można wymienić: konieczność utrzymywania ostrożnościowych środków ochrony w wysokości 25 tysięcy euro (Platforma 1 i Platforma 2) lub zasady obliczania ostrożnościowych środków ochrony (Platforma 6), zakres obowiązków dotyczących utrzymania ciągłości działania systemów IT (Platforma 1, Platforma 6) zakres obowiązków informacyjnych względem właściwych organów (Platforma nr 2), zakres obowiązków związanych z outsourcingiem który sprawi, że nadzór wykonywany przez KNF może mieć charakter nadmiarowy i

rozszerzający (Platforma nr 3), zakaz przyjmowania i udzielania tzw. zachęt⁵²⁹ (Platforma nr 6), zakres odpowiedzialności dostawców usług finansowania społecznościowego (Platforma 1 oraz Platforma 5), obowiązki w zakresie zarządzania ryzykiem (Platforma 3), konieczność przeprowadzania symulacji zdolności do ponoszenia strat (Platforma 3), badanie wiedzy i doświadczenia inwestorów (Platforma 6), zakres danych i informacji wskazywanych we wniosku o udzielenie zezwolenia na prowadzenie działalności, który upodabnia wymogi dla dostawców usług finansowania społecznościowego do wymogów właściwych dla firm inwestycyjnych (Platforma 6).

Ankietowani pozytywnie ocenili natomiast: możliwość realizowania projektów w ramach całej UE (Platforma 1), wprowadzenie tablicy ogłoszeń (Platforma 1, Platforma 2), obowiązek uzyskania zezwolenia na prowadzenie działalności (Platforma 1, Platforma 5, Platforma 6), mechanizmy ochrony inwestorów (Platforma 2, Platforma 3), zwiększenie maksymalnej dopuszczalnej kwoty zbiórki (Platforma 4)⁵³⁰.

W zakresie pytania, czy po uzyskaniu zezwolenia na prowadzenie działalności w charakterze dostawcy usług finansowania społecznościowego, platforma planuje listować inne niż akcje papiery wartościowe, odpowiedź twierdzącą udzieliła tylko jedna platforma. Trzy platformy udzieliły odpowiedzi „nie”, zaś dwie „może”⁵³¹.

W zakresie pytania czy po uzyskaniu zezwolenia na prowadzenie działalności w charakterze dostawcy usług finansowania społecznościowego, platforma planuje przeprowadzać zbiórki transgraniczne trzy Platformy udzieliły odpowiedzi „tak”, dwie „nie”, zaś 1 „może”⁵³².

Ankietowani mieli podzielone zdania odnośnie do tego, czy długość okresu przejściowego (kończącego się 10 listopada 2023 r.) jest adekwatna i wystarczająca na

⁵²⁹ Przez zakaz przyjmowania zachęt należy rozumieć wyrażony w art. 3 ust. 3 Rozporządzenia 2020/1503 zakaz wypłacania ani przyjmowania jakiegokolwiek wynagrodzenia, ani udzielania lub przyjmowania jakiegokolwiek upustu ani jakiegokolwiek korzyści niepieniężnej za przekierowywanie zleceń inwestorów do konkretnej oferty finansowania społecznościowego przedstawionej na platformie finansowania społecznościowego lub do konkretnej oferty finansowania społecznościowego przedstawionej na platformie finansowania społecznościowego osoby trzeciej.

⁵³⁰ Zob. tabela nr 1.

⁵³¹ Zob. wykres nr 1.

⁵³² Zob. wykres nr 2.

dostosowanie działalności do wymogów wynikających z Rozporządzenia 2020/1503 – 50% z nich udzieliło odpowiedzi twierdzącej, a 50% przeczącej⁵³³.

Co istotne, tylko dwie z 6 ankietowanych platform w momencie udzielania odpowiedzi złożyło już wniosek o udzielenie zezwolenia na prowadzenie działalności w charakterze dostawcy usług finansowania społecznościowego. Pierwsza z nich dokonała tego w II połowie 2022 r., druga dopiero na początku 2023 r. Z odpowiedzi ankietowanych wynika natomiast, że co najmniej pięć platform w momencie udzielania odpowiedzi było w trakcie przygotowania do złożenia wniosku o udzielenie zezwolenia na prowadzenie działalności w charakterze dostawcy usług finansowania społecznościowego, bowiem wypowiedziało się na temat kwestii, które sprawiały im największą trudność podczas sporządzania wniosku w tej sprawie. W zakresie tego pytania ankietowani mogli zaznaczyć więcej niż jedną odpowiedź. Pięć z sześciu badanych platform wskazało, że dużą dolegliwością dla nich jest konieczność zapewnienia dysponowania ostrożnościowymi środkami ochrony. Inne problematyczne obszary wskazane przez ankietowanych to: konieczność wprowadzenia zmian w infrastrukturze IT (3 odpowiedzi); konieczność zatrudnienia nowych pracowników (3 odpowiedzi), wysoki stopień skomplikowania wniosku ECSP (3 odpowiedzi) oraz konieczność opracowania planu ciągłości działania (1 odpowiedź).

3.3.2. Wywiad ekspercki

Wywiad ekspercki został przeprowadzony dnia 8 lutego 2023 r. z Marcelem Rowińskim, prezesem zarządu Crowdway sp. z o.o. – operatora platformy Crowdway, będącej liderem rynku crowdfunding inwestycyjnego w Polsce, biorąc pod uwagę całkowitą wartość środków pozyskanych w ramach finansowania społecznościowego od 2012 r. do 2023 r.⁵³⁴ Crowdway jest również jedyną polską platformą crowdfundingu inwestycyjnego będącą członkiem międzynarodowej organizacji EUROCROWD

⁵³³ Zob. wykres nr 3.

⁵³⁴ A. A. Trzebiński „Crowdfunding udziałowy...”, *op.cit.*, s.20.

(European Crowdfunding Network AISBL), zrzeszającej uczestników rynku crowdfundingu. Wywiad miał charakter systematyzujący – celem wywiadu było pogłębienie zasobów wiedzy oraz uzyskanie usystematyzowanych i kompletnych informacji trudnodostępnych dla autorki⁵³⁵. Poniżej zaprezentowano jego przebieg.

Pytanie nr 1: jakie są Pana ogólne spostrzeżenia na temat Rozporządzenia 2020/1503?

Marcel Rowiński: *uwzględam, że przyjęcie Rozporządzenia 2020/1503 należy ocenić bardzo pozytywnie. Wierzę, że regulacje odegrają znaczącą rolę w procesie profesjonalizacji rynku crowdfundingu i jego ucywilizowania. Do tej pory obserwowaliśmy daleko idącą niepewność prawną, która negatywnie oddziaływała na dynamikę wzrostu rynku finansowania społecznościowego i utrudniała jego rozwój. Wejście w życie nowych przepisów ma szansę to zmienić.*

Pytanie nr 2: Które z rozwiązań wprowadzonych przez Rozporządzenie 2020/1503 ocenia Pan jednoznacznie pozytywnie?

Marcel Rowiński: *z całą pewnością na aprobatę zasługuje możliwość organizowania rynku wtórnego instrumentów, które były przedmiotem kampanii crowdfundingowych. Dzięki możliwości prowadzenia tablicy ogłoszeń rozwiązano jeden z najistotniejszych problemów, z którym do tej pory mierzył się rynek finansowania społecznościowego tj. bardzo niska płynność i ograniczone możliwości wyjścia z inwestycji crowdfundingowych. Sądzę, że usystematyzowanie zasad przeprowadzania transakcji w ramach tablicy ogłoszeń znacząco zwiększy też poziom ochrony inwestorów, poprzez wyeliminowania tzw. szarej strefy w zakresie rynku wtórnego.*

Pytanie nr 3: jak Pana zdaniem Rozporządzenie 2020/1503 może wpłynąć na rynek crowdfundingu inwestycyjnego w Polsce?

⁵³⁵ J. Cukras- Stelągowska, *Wywiady eksperckie z przedstawicielami elit – możliwości i ograniczenia w badaniach nad grupami o statusie mniejszościowym*, „Przegląd Badań Edukacyjnych” nr 34/2021, s. 118.

Marcel Rowiński: *uwzględam, że Rozporządzenie 2020/1503 ma szansę istotnie przeobrazić obecny kształt rynku crowdfundingu inwestycyjnego. Sformalizowany proces licencjonowania, wymagający spełnienia wyśrubowanych wymogów prawnych przewidzianych przez dostawców usług finansowania społecznościowego z całą pewnością zwiększy wiarygodność takich podmiotów nie tylko w oczach samych inwestorów, ale także innych instytucji finansowych. Przewiduję więc, że regulacje mogą pomóc w nawiązywaniu współpracy między inwestorami instytucjonalnymi, takimi jak fundusze typu venture capital czy private equity oraz bankami a platformami crowdfundingowymi w procesie zapewniania finansowania określonym podmiotom. Ten trend jest zresztą zauważalny od kilku lat na zagranicznych, lepiej rozwiniętych rynkach i pozytywnie wpływa na dostęp do kapitału dla małych i średnich przedsiębiorstw. Mam również nadzieję, że Rozporządzenie 2020/1503 zwiększy popularność zbiorów transgranicznych. W Polsce funkcjonuje wiele spółek z branży IT, których działalność nie jest bezpośrednio związana z lokalizacją geograficzną. Nowe regulacje mają szansę umożliwić takim podmiotom pozyskanie finansowania na zagranicznych rynkach i ekspansję międzynarodową.*

Pytanie nr 4: Czy Pana zdaniem przyjęcie Rozporządzenia 2020/1503 może przyczynić się do zwiększenia popularności emisji przeprowadzanych bezpośrednio przez emitentów, bez pośrednictwa dostawców usług finansowania społecznościowego?

Marcel Rowiński: *myślę, że scenariusz wzrostu popularności emisji crowdfundingowych przeprowadzanych bezpośrednio przez emitentów, bez pośrednictwa dostawców usług finansowania społecznościowego (tj. w modelu white label) jest całkiem prawdopodobny, jednak nie wiązałbym tego zjawiska bezpośrednio z przyjęciem Rozporządzenia 2020/1503. Decydujące będą tutaj preferencje emitenta oraz oferta funkcjonujących na rynku platform crowdfundingowych.*

Pytanie nr 5: Czy Pana zdaniem przyjęcie Rozporządzenia 2020/1503 może przyczynić się do wzrostu rynku crowdfundingu inwestycyjnego w Polsce?

Marcel Rowiński: *Sądzę że tak. Wprowadzenie klarownych i precyzyjnych regulacji pozwoli na stworzenie stabilnych i bezpiecznych warunków dla inwestorów, co z kolei przyczyni się do zwiększenia liczby inwestycji w projekty crowdfundingowe. Zwiększenie limitów zbiórek do kwoty 5 milionów euro ma szansę przyciągnąć zainteresowanie podmiotów, którzy poszukują finansowania dla bardziej kapitałochłonnych projektów m.in. inwestycji deweloperskich. Zakładam, że nie każdy z obecnie funkcjonujących podmiotów na rynku będzie w stanie sprostać warunkom prowadzenia działalności na nowych zasadach, a zatem prawdopodobnie zmniejszy się liczba platform. Nie sądzę jednak, żeby mogło to negatywnie wpłynąć na rozwój rynku – zmniejszy się jednak jego rozdrobnienie.*

Przeprowadzone badania empiryczne pozwalają na wysunięcie konkluzji, że wprowadzenie ram prawnych dla crowdfundingu inwestycyjnego w Polsce jest przez uczestników rynku odbierane bardzo pozytywnie. Bazując na uzyskanych odpowiedziach, do największych korzyści wynikających z przyjęcia Rozporządzenia 2020/1503 zaliczyć można przede wszystkim zwiększenie wiarygodności operatorów platform w opinii publicznej, dzięki reglamentacji ich działalności, możliwość przeprowadzania transgranicznych zbiórek finansowania społecznościowego na terytorium całej Unii Europejskiej, zapewnienie rynku wtórego instrumentów będących przedmiotem oferty na platformie poprzez wprowadzenie tablicy ogłoszeń, zwiększenie poziomu ochrony inwestorów oraz zwiększenie maksymalnej dopuszczalnej kwoty, jaka może być pozyskiwana za przy wykorzystaniu crowdfundingu inwestycyjnego. Z drugiej strony, odpowiedzi wskazują, że nie wszystkie rozwiązania przewidziane w Rozporządzeniu 2020/1503 zachowują równowagę między interesem publicznym a interesem operatorów platform crowdfundingu inwestycyjnego, co może stanowić barierę w rozwoju rynku. Trudności z jakimi borykają się operatorzy platform crowdfundingowych w celu dopełnienia wymogów określonych w nowych przepisach mogą wskazywać, że nie wszystkie podmioty funkcjonujące obecnie na rynku są gotowe na wejście w reżim Rozporządzenia 2020/1503. Innymi słowy, model działalności dostawców usług finansowania społecznościowego wynikający z Rozporządzenia

2020/1503 – zbliżony do modelu działalności tradycyjnych instytucji finansowych - może okazać się nieadekwatny do obecnej skali i charakteru działalności niektórych z platform crowdfundingowych. To z kolei pozwala przewidywać, że po zakończeniu okresu przejściowego zmniejszy się w Polsce liczba aktywnych platform crowdfundingowych, bowiem nie każda z nich będzie w stanie spełnić warunki udzielenia zezwolenia na prowadzenie działalności w charakterze dostawców usług finansowania społecznościowego.

4. Rynek crowdfundingu inwestycyjnego w wybranych krajach Unii Europejskiej po uchwaleniu Rozporządzenia 2020/1503

Ograniczone oddziaływanie Rozporządzenia 2020/1503 na rynek crowdfundingu inwestycyjnego nie jest zauważalne wyłącznie w Polsce, ale we wszystkich krajach Unii Europejskiej. Zgodnie ze stanem na dzień 31 marca 2023 r. zezwolenie na prowadzenie działalności w charakterze dostawców usług finansowania społecznościowego otrzymało w całej Unii Europejskiej jedynie 21 podmiotów⁵³⁶, wliczając w to również podmioty świadczące wyłącznie usługę crowdfundingu pożyczkowego. Podmioty wpisane jak dotąd do Rejestru ESMA posiadają siedzibę w następujących krajach: Hiszpania, Łotwa, Królestwo Niderlandów, Francja, Belgia, Rumunia, Szwecja. Biorąc pod uwagę, że całkowita liczba platform objętych zakresem zastosowania Rozporządzenia 2020/1503 wynosi ponad 270⁵³⁷, fakt, że mniej niż 8% z nich otrzymało jak dotąd zezwolenie na podstawie tego aktu prawnego nasuwa uzasadnione wątpliwości co do adekwatności nowych przepisów do realiów rynkowych.

⁵³⁶ <https://www.esma.europa.eu/document/register-crowdfunding-services-providers>, dalej: „Rejestr ESMA” [dostęp: 31.03.2023 r.].

⁵³⁷ Z uwagi na to, że w większości krajów Unii Europejskiej działalność operatorów platform crowdfundingowych nie podlega szczególnej regulacji prawnej i nie jest w żaden sposób ewidencjonowana dokładne oszacowanie liczby podmiotów świadczących usługę finansowania społecznościowego objętego zakresem zastosowania Rozporządzenia 2020/1503 jest niemożliwe. ESMA oszacowała liczbę 271 platform na podstawie informacji otrzymanych od 22 krajów członkowskich Unii Europejskiej. 6 krajów nie przekazało informacji w tym zakresie. Zob. Final Report. ESMA’s Technical Advice to the Commission on the possibility to extend the transitional period pursuant to Article 48(3) of Regulation (EU) 2020/1503, ESMA35-42-1445, s. 6. dalej: „Raport ESMA”.
https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-42-1445_final_report_on_technical_advice_on_article_483_of_ecspr.pdf [dostęp: 31.03.2023r.].

W raporcie końcowym ESMA z 19 maja 2022 r. dot. możliwości wydłużenia okresu przejściowego zgodnie z m.in. 48 ust. 3 Rozporządzenia 2020/1503⁵³⁸ wskazano, że z informacji otrzymanych od krajowych organów nadzoru wynika, że dostosowanie działalności do wymogów Rozporządzenia 2020/1503 będzie trudne i uciążliwe dla operatorów platform crowdfundingu. Co interesujące, problemy w zapewnieniu pełnej zgodności z nowymi przepisami zauważalne są nie tylko w krajach, w których przed przyjęciem Rozporządzenia 2020/1503 nie funkcjonowały żadne ramy prawne dla finansowania społecznościowego, ale również w tych, które wcześniej uchwały stosowne przepisy krajowe⁵³⁹. Na dzień sporządzenia wyżej wymienionego raportu, mniej niż 6% platform złożyło wnioski o udzielenie zezwolenia na podstawie Rozporządzenia 2020/1503.

ESMA zidentyfikowała 4 podstawowe przyczyny takiego stanu rzeczy. Jako kluczową z nich wskazała trudności w przeprowadzeniu daleko idących zmian organizacyjnych mających na celu przygotowanie się do stosowania nowych obowiązków prawnych nałożonych na dostawców usług finansowania społecznościowego. Jako drugą przyczynę wymieniono wzrost kosztów operacyjnych związanych z przestrzeganiem nowych przepisów i dostosowaniem działalności do wymogów Rozporządzenia 2020/1503, co wymaga zrewidowania obecnego modelu biznesowego operatorów platform crowdfundingowych pod kątem ich rentowności. Trzecią przyczyną zdaniem ESMA może być istniejąca wciąż niepewność co do interpretacji niektórych przepisów Rozporządzenia 2020/1503 i wydanych na jego podstawie aktów wykonawczych. Wreszcie, jako czwartą przyczynę ESMA wskazała niestabilną sytuację rynkową, jaka spowodowana jest pandemią COVID-19 i jej skutkami. Powyższe wnioski skłoniły ESMA do formalnego zarekomendowania Komisji Europejskiej przedłużenia okresu przejściowego, o którym mowa w m.in. 48 ust. 1 Rozporządzenia 2020/1503 do dnia 10 listopada 2023 r.⁵⁴⁰. Obserwacje stanu rynku

⁵³⁸ *Ibidem*.

⁵³⁹ *Ibidem*.

⁵⁴⁰ Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2022/1988 z dnia 12 lipca 2022 r. przedłużające okres przejściowy umożliwiający dalsze świadczenie usług finansowania społecznościowego zgodnie z prawem krajowym, o którym to okresie mowa w art. 48 ust. 1 rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/150 (OJL 273, 21.10.2022, p.3-4).

crowdfunding inwestycyjnego w trakcie obowiązywania przedłużonego okresu przejściowego pozwalają wysunąć wstępne wnioski, że nawet dodatkowe 12 miesięcy może okazać się niewystarczającym czasem na zapewnienie pełnej zgodności z przepisami Rozporządzenia 2020/1503 przez większość podmiotów funkcjonujących na rynku. Poniżej przedstawiono najistotniejsze informacje dotyczące dostosowywania działalności operatorów Platform crowdfundingu inwestycyjnego w Królestwie Niderlandów, Hiszpanii, we Włoszech, Francji oraz w Niemczech⁵⁴¹.

4.1. Królestwo Niderlandów

Najwięcej platform, które jak dotąd otrzymały zezwolenie na prowadzenie działalności w charakterze dostawców usług finansowania społecznościowego, jest zarejestrowanych w Królestwie Niderlandów. Zgodnie ze stanem na dzień 31 marca 2023 r. do rejestru ESMA wpisanych jest 7 podmiotów z siedzibą w Królestwie Niderlandów, przy czym każdy z nich świadczy obie usługi objęte Rozporządzeniem 2020/1503 tj. usługę crowdfundingu inwestycyjnego oraz usługę crowdfundingu pożyczkowego. Zestawiając powyższe dane z ogólną liczbą platform crowdfundingu inwestycyjnego należy wskazać, że wciąż duża część podmiotów nie zapewniła jak dotąd pełnej zgodności z unijnymi przepisami. Jak wynika z rejestru platform finansowania społecznościowego prowadzonego przez NAFM⁵⁴², w Królestwie Niderlandów funkcjonuje obecnie 48 podmiotów objętych zakresem zastosowania Rozporządzenia 2020/1503, z czego 12 świadczy usługę crowdfundingu inwestycyjnego. Cztery podmioty wpisane do wyżej wymienionego rejestru posiadają siedzibę w innym państwie członkowskim Unii Europejskiej i korzystają z zasady jednolitego paszportu unijnego do prowadzenia działalności poza granicami swojego państwa macierzystego.

Warto odnotować, że Królestwo Niderlandów jako jeden z nielicznych krajów dostosował przepisy krajowe do Rozporządzenia 2020/1503 jeszcze przed rozpoczęciem jego obowiązywania. Ustawę zapewniającą stosowanie unijnych przepisów uchwalono 14 października 2021 r. i opublikowano w niderlandzkim dzienniku ustaw 27

⁵⁴¹ Szczegółowe powody doboru tych krajów zostały przedstawione w podpunktach opisujących każdy z nich.

⁵⁴² Zakładka „register” <https://www.afm.nl/nl-nl/sector/crowdfundingplatformen> [dostęp: 31.03.2023 r.].

października 2021 r.⁵⁴³ Konsultacje publiczne rozpoczęły się 4 czerwca 2021 roku, zakończyły 2 lipca 2021 roku. W odróżnieniu od Polski, proces legislacyjny przebiegł niezwykle sprawnie⁵⁴⁴, zaś sam tekst ustawy nie wywołał szczególnych kontrowersji, o czym świadczy fakt, że w ramach konsultacji społecznych zgłoszono tylko 4 stanowiska⁵⁴⁵. Na stronie niderlandzkiego organu nadzoru finansowego⁵⁴⁶ stworzono osobną zakładkę dedykowaną podmiotom ubiegającym się o status dostawcy usług finansowania społecznościowego, zawierającą szczegółowe wskazówki dotyczące procesu udzielania zezwolenia, objaśnienia przepisów, czy nawet konkretne materiały, które dostawcy mogą wykorzystać na swoich stronach internetowych⁵⁴⁷.

Na fakt, że Królestwo Niderlandów zajmuje obecnie pierwsze miejsce pod względem krajów z największą liczbą platform działających na podstawie zezwolenia na prowadzenie działalności w charakterze dostawcy usług finansowania społecznościowego niewątpliwie wpłynęło również to, że rynek crowdfundingu w Królestwie Niderlandów był dojrzały i dobrze rozwinięty na długo przed wejściem w życie Rozporządzenia 2020/1503, choć zdecydowanie większą część rynku stanowiło finansowanie społecznościowe w modelu pożyczkowym⁵⁴⁸.

4.2. Hiszpania

⁵⁴³ Rozporządzenie z dnia 14 października 2021 r. o zmianie Rozporządzenia w sprawie wykonania regulacji rynków finansowych UE, Rozporządzenia o nadzorze nad postępowaniem przedsiębiorstw finansowych w ramach ustawy o nadzorze finansowym oraz Rozporządzenia o finansowaniu nadzoru finansowego 2019 r. oraz w związku z wdrożeniem Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/1503 z dnia 7 października 2020 r. w sprawie europejskich dostawców usług finansowania społecznościowego dla przedsiębiorstw oraz zmieniające rozporządzenie (UE) 2017/1129 i dyrektywę (UE) 2019/1937 (Dz.U. 2020, L 347)

<https://zoek.officielebekendmakingen.nl/stb-2021-497.html> [dostęp: 4.02.2023 r.].

⁵⁴⁴ <https://www.parlementairemonitor.nl/9353000/1/j9vvij5epmj1ey0/vljdkgorizz1> [dostęp: 4.02.2023 r.].

⁵⁴⁵ Stanowiska zgłoszone w ramach konsultacji dostępne są pod następującym adresem:

<https://www.internetconsultatie.nl/conceptregelingcrowdfunding/reacties> [dostęp: 4.02.2023 r.].

⁵⁴⁶ Dalej: „NAFM”.

⁵⁴⁷ <https://www.afm.nl/nl-nl/sector/crowdfundingplatformen> [dostęp: 4.02.2023 r.].

⁵⁴⁸ <https://www.crowdfundinghub.eu/the-netherlands-current-state-of-crowdfunding-2022/> [dostęp: 5.02.2023 r.].

Pierwszym krajem w Unii Europejskiej, w którym wydano zezwolenie na podstawie Rozporządzenia 2020/1503 była Hiszpania. Dnia 11 kwietnia 2022 r. operator platformy crowdfundingu inwestycyjnego Crowdcube Europe sociedad limitada uzyskał status dostawcy usług finansowania społecznościowego, zapewniając tym samym pełną zgodność z nowymi unijnymi regulacjami. Obecnie do Rejestru ESMA wpisanych jest 5 podmiotów z siedzibą w Hiszpanii, przy czym każdy z nich świadczy obie usługi objęte Rozporządzeniem 2020/1503 tj. usługę crowdfundingu inwestycyjnego oraz usługę crowdfundingu pożyczkowego. Jak wynika z rejestru prowadzonego przez CNMV aktualnie w Hiszpanii funkcjonuje 27 platform crowdfundingu inwestycyjnego⁵⁴⁹.

Jak wyjaśniono w rozdziale II, w Hiszpanii jeszcze przed uchwaleniem Rozporządzenia 2020/1503 istniała ustawa regulująca działalność platform crowdfundingu inwestycyjnego⁵⁵⁰, tak więc zapewnienie stosowania unijnych przepisów wymagało wyłącznie nowelizacji obowiązującej już ustawy, a nie tworzenia jej w całości od nowa. Hiszpańskie przepisy krajowe były przy tym stosunkowo restrykcyjne, obligując operatorów platform crowdfundingowych do uzyskania zezwolenia na prowadzenie działalności przez CNMV. Wymogi stawiane operatorom platform crowdfundingowych były zbliżone do wymogów nałożonych na inne nadzorowane instytucje finansowe i dotyczyły m.in. odpowiedniego zaplanowania struktury korporacyjnej, przyjęcia wewnętrznych regulaminów i procedur czy dysponowania określonym poziomem funduszy własnych⁵⁵¹. Co istotne, część z obowiązków nałożonych przez Rozporządzenie 2020/1503 stanowiło odzwierciedlenie krajowych przepisów obowiązujących uprzednio w Hiszpanii. Dodatkowo, CNMV ustanowiła uproszczoną procedurę ubiegania się o zezwolenie na prowadzenie działalności w charakterze dostawcy usług finansowania społecznościowego, dla tych platform, które uprzednio uzyskały już zezwolenie na podstawie poprzednio obowiązujących przepisów oraz wykazywał duże wsparcie w objaśnianiu nowych wymogów prawnych. Potwierdza to oficjalna wypowiedź przedstawicieli platformy Crowdcube zamieszczona na stronie

⁵⁴⁹ <https://www.cnmv.es/Portal/Consultas/Plataforma/Financiacion-Participativa-Listado.aspx> [dostęp: 31.03.2023 r.].

⁵⁵⁰ Zob. pkt 1.4. w rozdziale II niniejszej rozprawy.

⁵⁵¹ Zob. pkt 1.4. w rozdziale II niniejszej rozprawy. Zob. też F. Zunzunegui, *The Spanish Crowdfunding...*, *op.cit.*, s. 15.

internetowej spółki, zawierająca fragment o następującej treści „*W tym momencie nigdy nie uzyskalibyśmy zezwolenia bez aktywnego i entuzjastycznego wsparcia hiszpańskiego regulatora (...) CNMV od samego początku rozumiał wartość Crowdcube i poświęcił dużo czasu zapoznanie się z naszym modelem biznesowym. Razem dążyliśmy do tego, aby finansowanie społecznościowe i fintech w Hiszpanii znalazły się na pierwszym planie – to dowód na to, jak proaktywne i przyszłościowe podejście ma ten organ regulacyjny.*”⁵⁵²

4.3. Włochy

Na szczególną uwagę zasługuje fakt, że do dnia 31 marca 2023 r. żadna z włoskich platform crowdfundingowych nie otrzymała zezwolenia na prowadzenie działalności w charakterze dostawcy usług finansowania społecznościowego. Taki stan rzeczy jest o tyle zadziwiający, że Włochy już od 2013 r. posiadają kompleksowe ramy prawne dla pozyskiwania finansowania metodą crowdfundingu inwestycyjnego, które w dużej mierze są spójne z rozwiązaniami przyjętymi na gruncie Rozporządzenia 2020/1503⁵⁵³. Duża część wymogów prawnych nałożonych na operatorów platform crowdfundingowych mocą przepisów unijnych nie stanowi więc żadnego *novum* dla tego typu podmiotów. Wymienić tutaj można między innymi obowiązek uzyskania zezwolenia organu nadzoru dla prowadzenia działalności w charakterze operatora platformy crowdfundingowej, podział inwestorów na dwie kategorie w zależności od ich wiedzy i doświadczenia na rynku finansowym, czy obowiązek publikowania przez podmiot

⁵⁵² Tłumaczenie własne. Tekst oryginalny „We could never have gained our licence at this point without the active and enthusiastic support of the Spanish regulator (...) The CNMV has understood Crowdcube’s value from the start, and spent a lot of time getting to know our business. Together we have pushed forward to put Spanish crowdfunding and fintech at the forefront – a testament to how proactive and forward thinking it is as a regulator.” Źródło: Investing without borders: Crowdcube receives European authorisation <https://www.crowdcube.com/explore/blog/crowdcube/investing-without-borders-crowdcube-receives-european-authorisation?country=GB> [dostęp: 9.02.2023 r.]

⁵⁵³ Na powyższy fakt zwracali uwagę sami przedstawiciele organów władzy publicznej we Włoszech - Bruna Szego, dyrektor działu analiz regulacyjnych i makroostrożnościowych Banku Włoch, Tiziana Togna, zastępca dyrektora generalnego CONSOB, oraz Stefano Cappiello, dyrektor generalny w Urzędzie Bankowości i Systemu Finansowego zob. O. Gajda, EURO CROWD, ItaliaFintech and Chiomenti discuss Lending and Equity Crowdfunding under ECSFR <https://eurocrowd.org/blog/2021/05/07/eurocrowd-italiafintech-and-chiomenti-discuss-lending-and-equity-crowdfunding-under-ecsfr/> [dostęp: 5.02.2023 r.].

poszukujący finansowania wystandaryzowanego dokumentu informacyjnego, będącego surogatem prospektu. Wydaje się zatem, że to nie trudności w dostosowaniu działalności do nowych wymogów prawnych są przyczyną tego, że spośród 54 podmiotów objętych zakresem zastosowania Rozporządzenia 2020/1503⁵⁵⁴ żaden nie otrzymał jeszcze zezwolenia na prowadzenie działalności zgodnie z tym aktem. Źródła tej sytuacji należy upatrywać raczej w przeszkodach formalnych wynikających z braku możliwości złożenia stosownego wniosku z powodu nieukończonych prac nad rozporządzeniem zapewniającym stosowanie Rozporządzenia 2020/1503 we Włoszech⁵⁵⁵. Ustawę zapewniającą stosowanie unijnych przepisów uchwalono dopiero 10 marca 2023 r., zaś termin jej wejścia w życie wyznaczono na 8 kwietnia 2023 r.⁵⁵⁶ W oczekiwaniu na ostateczne przyjęcie krajowych przepisów umożliwiających operatorom platform crowdfundingowych ubieganie się o zezwolenie na podstawie Rozporządzenia 2020/1503 Bank Centralny Włoch oraz CONSOB – organy nadzoru, które zgodnie z nowymi przepisami będą właściwe do udzielania zezwoleń⁵⁵⁷ - zadeklarowały swoją gotowość do przeprowadzenia nieformalnych rozmów z uczestnikami rynku, w celu udzielania im wyjaśnień wskazówek dotyczących informacji i dokumentacji, które należy dołączyć do wniosków.

4.4.Francja

Zgodnie z najbardziej aktualnymi dostępnymi danymi, Francja zajmuje drugie miejsce pod względem wielkości rynku crowdfundingu inwestycyjnego w Unii Europejskiej⁵⁵⁸. Z Raportu ESMA wynika, że w maju 2022 r. na rynku funkcjonowało ponad 100

⁵⁵⁴ Final Report. ESMA's..., *op.cit.*, s.6.

⁵⁵⁵ Czytania we włoskim Sejmie i Senacie odbyły się dopiero 19 stycznia 2023 r.

<http://documenti.camera.it/leg19/dossier/pdf/FI0011.pdf> [dostęp: 5.02.2023 r.].

⁵⁵⁶ <https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2023/03/24/23G00038/sg> [dostęp: 31.03.2023 r.].

⁵⁵⁷ zob. Wspólne Wytyczne CONSOB i Banku Centralnego Włoch dla operatorów zainteresowanych złożeniem wniosków o udzielenie zezwolenia z 21 października 2022 r. https://www.consob.it/documents/1912911/1945927/com_consob_bi_20221021_en.pdf/18ef96c4-cd9d-053c-a1e0-e33532e9586c [dostęp: 9.02.2023 r.]

⁵⁵⁸ R. Shneor, *The Contex: The...*, *op.cit.*, s. 22; France, Current State of Crowdfunding 2021, <https://www.crowdfundinghub.eu/france-current-state-of-crowdfunding-2021/> [dostęp: 27.03.2023 r.]

platform, których działalność podlegała zakresowi zastosowania Rozporządzenia 2020/1503, a tym samym obowiązkowi uzyskania zezwolenia na prowadzenie działalności w charakterze dostawcy usług finansowania społecznościowego. Powyższe dane mogą budzić zaskoczenie, bowiem do dnia 31 marca 2023 r. do Rejestru ESMA zostały wpisane wyłącznie 4 francuskie platformy. Szczególnie interesujące jest przy tym to, że żadna z nich nie prowadziła działalności w reżimie poprzednio obowiązujących krajowych przepisów regulujących crowdfunding inwestycyjny⁵⁵⁹. Trudno zidentyfikować jednoznaczne przyczyny takiego stanu rzeczy, zważywszy na to, że Francja była drugim w Unii Europejskiej krajem, który zdecydował się na wprowadzenie przepisów dedykowanych finansowaniu społecznościowemu, zaś sami uczestnicy rynku z entuzjazmem przyjmowali inicjatywy mające na celu ujednolicenie standardów ich działania⁵⁶⁰. Wydaje się, że brak pośpiechu w dostosowywaniu działalności do reżimu wprowadzanego przez Rozporządzenie 2020/1503 może mieć pewien związek z maksymalną kwotą, jaka może być pozyskana przez właściciela projektu za pośrednictwem dostawcy usług finansowania społecznościowego. Dotychczas emitenci mogli przeprowadzać kampanie crowdfundingowe niewymagające sporządzenia prospektu do kwoty 8 milionów euro w ciągu 12 miesięcy. Rozporządzenie 2020/1503 zredukowało maksymalną dopuszczalną wartość zbiórek do poziomu 5 milionów euro rocznie⁵⁶¹. Działając w reżimie Rozporządzenia 2020/1503 francuskie platformy finansowania społecznościowego będą mogły zaoferować swoim klientom mniej korzystną ofertę w tym zakresie. Wymogi stawiane dostawcom usług finansowania społecznościowego należy też uznać za zdecydowanie bardziej restrykcyjne w porównaniu do wymogów wynikających z uprzednio obowiązującego we Francji Rozporządzenia 2014-559, co również może przekładać się na trudności w zapewnieniu zgodności z nowymi przepisami.

4.5.Niemcy

⁵⁵⁹ M. Lucchesi, *European regulation: opportunity or constraint?*, wystąpienie podczas konferencji „The Place To Crowd”, Paryż, 14 lutego 2023 r. [Nieopublikowane] https://www.youtube.com/watch?v=3S-7uQ3_6EA [dostęp: 27.03.2023 r.].

⁵⁶⁰ Zob. punkt 1.2 w rozdziale II niniejszej rozprawy.

⁵⁶¹ Jean-Marc Moulin, *Crowdfunding in France...*, *op.cit.*, s. 665.

Niemcy są krajem, na który warto zwrócić szczególną uwagę rozpatrując wpływ Rozporządzenia 2020/1503 na rynek crowdfundingu inwestycyjnego. Zgodnie ze stanem na dzień 31 marca 2023 r. żaden podmiot posiadający siedzibę w Niemczech nie uzyskał statusu dostawcy usług finansowania społecznościowego, mimo, że rynek finansowania społecznościowego w tym kraju należy uznać za jeden z największych w Europie⁵⁶². Przyczyny takiego stanu rzeczy niewątpliwie upatrywać można w zmianie niemieckich przepisów towarzyszących wejściu w życie Rozporządzeniu 2020/1503. Odpowiednia ustawa została uchwalona w dniu 3 czerwca 2021 roku, a opublikowana w niemieckim dzienniku ustaw w dniu 10 czerwca 2021 roku⁵⁶³. W literaturze wskazuje się, że Ustawa wdrażająca została opracowana w sposób całkowicie nieadekwatny do realiów niemieckiego rynku finansowania społecznościowego⁵⁶⁴. Szczególnie wiele kontrowersji wzbudzają dwie kwestie: zakres instrumentów dopuszczonych na potrzeby finansowania społecznościowego oraz zasady odpowiedzialności za informacje zawarte w kluczowym arkuszu informacji inwestycyjnych.

Mocą Ustawy wdrażającej – wbrew oczekiwaniom rynku⁵⁶⁵ - wyłączono z zakresu zastosowania Rozporządzenia 2020/1503 udziały w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością⁵⁶⁶. Prawodawca niemiecki uzasadniał to rozwiązaniem analogiczną argumentacją, jaką posłużyli się projektodawcy polskiej ustawy ECSP tj. wskazując na obligatoryjny udział notariusza przy zbywaniu takich udziałów. Zmiana przepisów

⁵⁶² Germany, *The Current State of Crowdfunding* <https://www.crowdfundinghub.eu/germany-current-state-of-crowdfunding-2021/> [dostęp: 31.03.2023 r.].

⁵⁶³ Ustawa towarzysząca wdrożeniu Rozporządzenia (UE) 2020/1503 oraz wdrożeniu Dyrektywy UE 2020/1504 w sprawie regulacji podmiotów świadczących usługi finansowania społecznościowego (Dalej: „Ustawa wdrażająca”) https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Gesetzestexte/Gesetze_Gesetzesvorhaben/Abteilung/gen/Abteilung_VII/19_Legislaturperiode/2021-06-10-Schwarmfinanzierung-BegleitG/0-Gesetz.html [dostęp: 31.03.2023 r.].

⁵⁶⁴ K. Wenzlaff, A. Odorović, *The Crowdfunding Regulation In Germany – On The Path To Self-Isolation?* [w:] E. Mcchiavello (red.) *Regulation on European...*, *opt.cit.*, s. 686.

⁵⁶⁵ Bundesverband Crowdfunding eV, Entwurf eines Gesetzes zur begleitenden Ausführung der Verordnung (EU) 2020/1503 und der Umsetzung der Richtlinie EU 2020/1504 zur Regelung von Schwarmfinanzierungsdienstleistern (Schwarmfinanzierung-Begleitgesetz) und anderer europarechtlicher Finanzmarktvorschriften Stellungnahme zur Anhörung im Finanzausschuss des Deutschen Bundestags am 19.4.2021 https://www.bundesverband-crowdfunding.de/wp-content/uploads/20210416-SchwarmfinanzierungsbegleitG_Bundestag_Anhoerung.pdf [dostęp: 31.03.2023 r.].

⁵⁶⁶ K. Wenzlaff, A. Odorović, *The Crowdfunding Regulation op.cit.*, s. 681-682.

spowodowała, że obecnie podmioty, które zamierzają pozyskiwać kapitał za pomocą crowdfundingu inwestycyjnego powinny przybrać formę spółki akcyjnej. Warto jednak podkreślić, że ta forma prowadzenia działalności jest w Niemczech wybierana niezwykle rzadko przez małe i średnie przedsiębiorstwa, z uwagi na bardziej restrykcyjne wymogi prawne w porównaniu do spółek z o.o.⁵⁶⁷ Eksperci przewidują, że zmiany w przepisach mogą znacząco zmniejszyć rynek crowdfundingu inwestycyjnego bowiem właściciele projektów z dużym prawdopodobieństwem nie będą zainteresowani przeprowadzaniem kampanii crowdfundingowych, których przedmiotem są akcje spółek akcyjnych⁵⁶⁸.

Jeszcze większy sprzeciw uczestników rynku wzbudziły jednak określone przez Ustawę wdrażającą zasady odpowiedzialności za informacje zawarte w arkuszu kluczowych informacji inwestycyjnych. Prawodawca niemiecki zdecydował się uregulować tę odpowiedzialność niezwykle szeroko, rozciągając ją nie tylko emitenta (jako podmiotu odpowiedzialnego za sporządzenie dokumentu) ale także na osoby fizyczne powiązane z emitentem, tj. członków zarządu czy innych organów wykonawczych emitenta. Co więcej, odpowiedzialność ta nie została ograniczona wyłącznie do przypadków rażącego zaniedbania - objęto nią każdy przejaw nienależytego wykonania obowiązków, zarówno umyślny jak i nieumyślny (w każdej postaci). Dodatkowo, opisane wyżej zasady odpowiedzialności mają zastosowanie nie tylko do właścicieli projektów, którzy pozyskują kapitał za pośrednictwem niemieckich platform crowdfundingowych, ale także do właścicieli projektów korzystających z zagranicznych pośredników, pod warunkiem, że kierują ofertę do niemieckich inwestorów⁵⁶⁹. Szczególnie znamienne jest również to, że odpowiedzialność cywilnoprawna właścicieli projektów za informacje zawarte w arkuszu kluczowych informacji prawnych została uregulowana zdecydowanie bardziej restrykcyjnie niż odpowiedzialność emitentów za

⁵⁶⁷ Bundesverband Crowdfunding eV, *Evaluierung von Änderungen des Verm.gensanlagengesetzes, der Finanzierung von Start-Ups und einer Einbeziehung von GmbH-Anteilen in die Ausnahmeregelungen für Schwarmfinanzierungen* https://www.bundesverband-crowdfunding.de/wp-content/uploads/2021/11/19_VermAnlG_Stellungnahme-BVCF.pdf [dostęp: 31.03.2023 r.].

⁵⁶⁸ K. Wenzlaff, A. Odorović, *The Crowdfunding Regulation op.cit.*, s. 682.

⁵⁶⁹ K. Rusch, Die Haftung für fehlerhafte Anlagenbasisinformationsblätter nach der ECSP-VO in grenzüberschreitenden Sachverhalten, BKR – Zeitschrift für Banken- und Kapitalmarktrecht 2022, s. 198

informacje zamieszczone w prospekcie⁵⁷⁰. Tak skonstruowane surowe zasady odpowiedzialności za informacje zawarte w arkuszu kluczowych informacji inwestycyjnych powodują realne zagrożenie dla dalszego funkcjonowania niemieckiego rynku finansowania społecznościowego. Przedstawiciele nauki prawa w Niemczech oraz uczestnicy rynku wskazują na potencjalne ryzyko całkowitego wycofania się operatorów platform crowdfundingowych z rynku niemieckiego, jak również wykluczenia niemieckich inwestorów z grona potencjalnych klientów⁵⁷¹. Co ciekawe, z publicznie dostępnych informacji nie wynika jakie motywy przemawiały za tak restrykcyjnymi uregulowaniami zasad odpowiedzialności.

Na dzień sporządzania niniejszej rozprawy Ustawa wdrażająca pozostaje nadal w mocy, jednakże planowana jest nowelizacja niektórych z jej przepisów, w tym w szczególności zliberalizowanie zasad odpowiedzialności za treść arkusza kluczowych informacji inwestycyjnych⁵⁷². W dyskusji publicznej podnosi się także, że korzystne dla rynku crowdfundingu w Niemczech byłoby objęcie udziałów w spółkach z o.o. reżimem Rozporządzenia 2020/1503⁵⁷³. Do czasu wprowadzenia zapowiadanych zmian nie należy spodziewać się, że znacząca liczba podmiotów będzie ubiegać się o udzielenie zezwolenia na prowadzenie działalności w charakterze dostawcy usług finansowania społecznościowego.

5. Wnioski

Niezależnie od tego, że Rozporządzenie 2020/1503 obowiązuje dopiero kilkanaście miesięcy, obserwacja obecnego stanu rynku crowdfundingu inwestycyjnego w Polsce i pozostałych krajach Unii Europejskiej pozwala sformułować pierwsze wnioski w

⁵⁷⁰ Odpowiedzialność cywilnoprawna za informacje zamieszczone w prospekcie ogranicza się zasadniczo do samego emitenta tj. osoby prawnej. Przesłanką odpowiedzialności jest przy tym rażące zaniedbanie (ang. *gross negligence*) zob. K. Wenzlaff, A. Odorović, *The Crowdfunding Regulation op.cit.*, s. 688.

⁵⁷¹ *Ibidem*. Podobne stanowisko wyraził też sam Bundesrat

[https://www.bundesrat.de/SharedDocs/drucksachen/2021/0301-0400/35521\(B\).pdf?__blob=publicationFile&v=1](https://www.bundesrat.de/SharedDocs/drucksachen/2021/0301-0400/35521(B).pdf?__blob=publicationFile&v=1), [dostęp: 29.03.2023].

⁵⁷² <https://www.bundesverband-crowdfunding.de/2023/04/ecsp-liability-germany/> [dostęp: 6.04.2023 r.]

⁵⁷³ <https://www.handelsblatt.com/finanzen/banken-versicherungen/banken/schwarmfinanzierung-bundesregierung-stellt-crowdfunding-plattformen-erleichterungen-bei-haftung-in-aussicht/28970472.html>, [dostęp: 29.03.2023].

zakresie praktycznego oddziaływania tego aktu prawnego na rozwój finansowania społecznościowego oraz przewidzieć potencjalne skutki jakie może wywołać w przyszłości.

Fakt, że tak mała liczba platform uzyskała jak na razie zezwolenie na prowadzenie działalności w charakterze dostawców usług finansowania społecznościowego poddaje w wątpliwość to, czy długość okresu przejściowego, podczas którego obecnie funkcjonujące podmioty miały dostosować swoją działalność do Rozporządzenia 2020/1503 została określona na adekwatnym poziomie. Okazuje się bowiem, że problem w dostosowaniu działalności do nowych przepisów prawnych dotyczy nie tylko polskich operatorów platform crowdfundingowych lecz jest zauważalny w całej Unii Europejskiej. Na to, że okres jednego roku jest zdecydowanie za krótki by zapewnić pełną zgodność z nowymi przepisami, co do których wciąż brak jest jednolitej interpretacji wskazywały również niemieckie i francuskie stowarzyszenia crowdfundingu- Bundesverband Crowdfunding e.V. oraz Financement Participatif France⁵⁷⁴. Mając jednak na względzie, że od pierwotnie ustalonego terminu końcowego okresu przejściowego (10 listopada 2022 r.) minęły ponad 4 miesiące, a więc 1/3 przedłużonego okresu, zaś do Rejestru ESMA przez ten czas wpisano tylko 13 nowych podmiotów poddaje w wątpliwość również to, czy wszyscy uczestnicy rynku zdążą uzyskać stosowne zezwolenie przed 10 listopada 2023 r. Wstępne analizy stanu rynku crowdfundingu w Polsce, Królestwie Niderlandów, Hiszpanii, Francji, we Włoszech oraz Niemczech pozwalają jednak wysunąć wniosek, że przeszkodą w uzyskaniu zezwolenia nie zawsze jest nieodpowiednie przygotowanie wnioskodawców czy też niezdolność do dostosowania się do nowych wymogów prawnych. Jak wynika z badań przeprowadzonych przez EUROCROWD, zgodnie ze stanem na lipiec 2022 r. aż 70% ankietowanych platform złożyło już wnioski o udzielenie zezwolenia na prowadzenie działalności w charakterze dostawców usług finansowania społecznościowego. Bazując na tych danych można domniemywać, że przyczyną niewielkiej liczby udzielonych zezwoleń są przeciągające

⁵⁷⁴ ECSPR: European Commission Extends Transition Period for Pan-European Crowdfunding Rules, Crowdfundinsider, 19.07.2022 r. <https://www.crowdfundinsider.com/2022/07/193859-ecspr-european-commission-extends-transition-period-for-pan-european-crowdfunding-rules/> [dostęp: 9.02.2023. r.].

się postępowania administracyjne w tej sprawie, a nie brak aktywności ze strony wnioskodawców. Sprawy z całą pewnością nie ułatwił fakt, że zdecydowana większość państw członkowskich UE przyjęła krajowe przepisy prawne zapewniające stosowanie unijnej regulacji stosunkowo późno⁵⁷⁵. Po części przyczyną takiego stanu rzeczy może być to, że regulacyjne standardy techniczne opracowane przez ESMA, doprecyzowujące szereg przepisów Rozporządzenia 2020/1503, w tym art. 12 określający zasady udzielania zezwolenia, zostały ostatecznie zatwierdzone 10 listopada 2021 r.⁵⁷⁶, a formalnie przyjęte przez Komisję Europejską dopiero w lipcu 2022 r.⁵⁷⁷. Część ustawodawców krajowych zwlekała więc z przyjęciem własnych przepisów do czasu wejścia w życie unijnych regulacji. To z kolei mogło doprowadzić do sytuacji, w której po ostatecznym uchwaleniu przepisów umożliwiających operatorom platform crowdfundingowych ubiegać się o udzielenie zezwolenia na prowadzenie działalności w charakterze dostawców usług finansowania społecznościowego, liczba złożonych w krótkim czasie wniosków znacząco przerosła możliwości organizacyjne organów powołanych do ich rozpatrywania. Okazuje się więc, że okres przejściowy - nawet uwzględniając jego przedłużenie dokonane na mocy art. 48 ust. 3 Rozporządzenia 2020/1503 - okazał się niewystarczający, nie dla samych uczestników rynku ale organów władzy publicznej, których zadaniem było zapewnienie stosowania Rozporządzenia 2020/1503, co dobitnie pokazuje m.in. przykład Włoch, czy Polski.

Podstawowa konkluzja jaka nasuwa się w wyniku obserwacji unijnego rynku crowdfundingu inwestycyjnego po 10 listopada 2021 r. – a więc po rozpoczęciu obowiązywania nowych unijnych regulacji w zakresie finansowania społecznościowego – jest następująca: odpowiednie podejście krajowych władz ustawodawczych oraz organów nadzoru finansowego w poszczególnych krajach członkowskich Unii Europejskiej ma fundamentalne znaczenie dla zapewnienia efektywnego stosowania rozwiązań wprowadzonych przez Rozporządzenie 2020/1503. Nie ma wątpliwości, iż ten akt prawny znacząco zunifikował zasady prowadzenia działalności przez dostawców

⁵⁷⁵ 14 Krajów tj. Belgia, Bułgaria, Czechy, Finlandia, Francja, Grecja, Luksemburg, Łotwa, Rumunia, Słowenia, Polska, Portugalia Włochy uchwaliły stosowne przepisy dopiero w 2022 lub 2023 r.

⁵⁷⁶ ESMA Final Report. Draft technical standards, *op.cit.*

⁵⁷⁷ S. Lovegrove, *Commission publishes crowdfunding Delegated Regulation*

<https://www.regulationtomorrow.com/eu/commission-publishes-crowdfunding-delegated-regulation/>

[dostęp: 9.02.2023 r.].

usług finansowania społecznościowego w całej Unii Europejskiej. Harmonizacja przepisów, a w szczególności ujednolicenie praktyki ich stosowania nie ma jednak charakteru bezwzględnego. Z uwagi na to, że szereg przepisów Rozporządzenia 2020/1503 wymaga doprecyzowania na poziomie narodowym, zaś sam proces licencjonowania działalności ma w dużej mierze charakter uznaniowy i zależny od efektywności działania organu nadzoru, wciąż zaobserwować można istotne różnice w poziomie konkurencyjności poszczególnych rynków krajowych. Nieadekwatne przepisy prawne zapewniające stosowanie Rozporządzenia 2020/1503 jak również praktyka nadzorcza niespójna z oczekiwaniami uczestników rynku może nadal prowadzić do zjawiska tzw. arbitrażu regulacyjnego. Potwierdzeniem powyższego może fakt, że trzech czeskich operatorów platform crowdfundingu inwestycyjnego złożyło wnioski o uzyskanie zezwolenia na prowadzenie działalności w charakterze dostawcy usług finansowania społecznościowego nie przed Bankiem Centralnym Czech (a więc swoim macierzystym organem nadzoru), lecz przed Bankiem Centralnym Słowacji⁵⁷⁸. Przewiduje się, że analogiczna sytuacja może mieć miejsce względem niemieckich operatorów platform crowdfundingowych, o ile przepisy Ustawy wdrażającej nie zostaną złagodzone.

Wykorzystując powyższe rozważania do oceny wpływu nowych regulacji unijnych na rynek crowdfundingu inwestycyjnego w Polsce należy wskazać, że niektóre z rozwiązań przyjętych w polskich przepisach zapewniających stosowanie Rozporządzenia 2020/1503 mogą ograniczyć konkurencyjność rynku crowdfundingu inwestycyjnego w Polsce na tle innych państw członkowskich Unii Europejskiej jak również utrudnić dostęp do finansowania małym i średnim przedsiębiorstwom. Taki skutek może w szczególności wywołać nowelizacja przepisów k.sh. zakładająca, że oferta nabycia lub objęcia udziałów w spółce z o.o. nie może być składana nieoznaczonemu adresatowi, jak również że nabycie lub objęcie udziałów w spółce z o.o. nie może być promowane przez kierowanie reklamy lub innej formy promocji do nieoznaczonego adresata. W ten sposób wykluczono bowiem spółkom z o.o. możliwość pozyskiwania kapitału nie tylko z

⁵⁷⁸ Andrea Milecova, *European regulation: opportunity or constraint?*, wystąpienie podczas konferencji „The Place To Crowd”, Paryż, 14 lutego 2023 r. [Nieopublikowane] https://www.youtube.com/watch?v=3S-7uQ3_6EA [dostęp: 27.03.2023 r.].

wykorzystaniem crowdfundingu inwestycyjnego (w modelu, w którym instrumentem dopuszczonym na potrzeby finansowania społecznościowego są udziały), ale także każdej innej metody, która wymaga publicznego przekazywania informacji. Niewykluczone więc, że podmioty prowadzące działalność w tej formie prawnej będą starały się pozyskać inwestorów poza granicami Rzeczypospolitej Polskiej, co może negatywnie wpłynąć na wielkość rynku crowdfundingu inwestycyjnego w Polsce. Dodatkowo, regulując kwestię tajemnicy zawodowej, polski prawodawca nałożył na dostawców usług finansowania społecznościowego dodatkowy obowiązek, nieprzewidziany Rozporządzeniem 2020/1503 dot. stosowania rozwiązań technicznych i organizacyjnych zapewniających ochronę tajemnicy zawodowej, w tym także przyjęcia wewnętrznego regulaminu określającego sposób ochrony przepływu informacji objętych tajemnicą zawodową. Nie oceniając zasadności tego obowiązku należy wskazać, że takie działanie pozostaje w sprzeczności zarówno z motywem 33 Rozporządzenia 2020/1503 jak również z samą ideą jak najdalej idącej harmonizacji przepisów w całej Unii Europejskiej.

Nie ma jednocześnie wątpliwości, że przyjęcie Rozporządzenia 2020/1503 przyczyni się do profesjonalizacji rynku crowdfundingu w Polsce oraz zwiększenia standardu ochrony inwestorów. O ile w przypadku krajów, które przed przyjęciem unijnych ram prawnych dla finansowania społecznościowego wprowadziły własne przepisy regulujące tę materię, powyższe skutki mogą być mniej zauważalne, o tyle w przypadku Polski należy spodziewać się, że zmiana w zakresie jakości usług świadczonych przez operatorów platform crowdfundingowych jak również poziomu ochrony ich klientów będzie radykalna. Istotnej transformacji ulegnie sam charakter działalności podmiotów pośredniczących w przeprowadzaniu kampanii crowdfundingowych. Do tej pory zakres czynności podejmowanych przez operatorów platform crowdfundingowych sprowadzał się zasadniczo wyłącznie do sfery marketingowo- promocyjnej kampanii. Dostawcy usług finansowania społecznościowego w reżimie Rozporządzenia 2020/1503 stali się z kolei ściśle nadzorowanymi podmiotami, których działalność podlega najwyższej formie reglamentacji tj. obowiązkowi uzyskania zezwolenia po spełnieniu szeregu kryteriów formalnych. Wymogi prawne nałożone na tego typu podmioty odzwierciedlają przy tym wymogi przewidziane dla tradycyjnych podmiotów rynku

finansowego takich jak domy maklerskie, dostawcy usług płatniczych czy towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Z badań empirycznych przeprowadzonych wśród przedstawicieli obecnie funkcjonujących na rynku operatorów platform crowdfundingowych wypływa wniosek, że dostosowanie działalności do wszystkich wymogów przewidzianych przez Rozporządzenie 2020/1503 jest procesem nastrożającym wielu trudności. Fakt, że do dnia sporządzenia niniejszej rozprawy żaden podmiot nie uzyskał w Polsce zezwolenia na prowadzenie działalności w charakterze dostawcy usług finansowania społecznościowego oraz że nie wszystkie podmioty objęte zakresem zastosowania Rozporządzenia 2020/1503 złożyły już wniosek o udzielenie tego zezwolenia poddaje w wątpliwość to, czy na pewno wszystkie z obecnie funkcjonujących na rynku platform są gotowe na tak istotną reorganizację swojej działalności. Z dużym prawdopodobieństwem przewidywać można, że wraz z upływem okresu przejściowego zmniejszy się w Polsce liczba aktywnych platform crowdfundingowych, bowiem nie każda z nich będzie w stanie sprostać restrykcyjnym warunkom udzielenia zezwolenia. Jednocześnie, w wyniku wyeliminowania z rynku mniejszych podmiotów, które nie będą w stanie zapewnić pełnej zgodności z nowymi przepisami rynek uleganie koncentracji i stabilizacji. Wobec możliwości transgranicznego świadczenia usług przez podmioty posiadające zezwolenie wydane w innym państwie członkowskim Unii Europejskiej powyższe zjawisko nie powinno jednak negatywnie wpłynąć na konkurencyjność i ofertę dostępną dla potencjalnych klientów (inwestorów i właścicieli projektów). Prowadzenie jasnych i niebudzących wątpliwości przepisów wyeliminuje też istniejącą do niedawna w Polsce niepewność regulacyjną związaną z zakresem przepisów prawnych mających zastosowanie do crowdfundingu inwestycyjnego. Poprzez wprowadzenie szeregu nieznanych jak dotąd polskiemu porządkowi prawnemu mechanizmów ochrony inwestorów crowdfundingowych⁵⁷⁹ znacząco poprawiono sytuację podmiotów lokujących swój kapitał przede wszystkim poprzez ujednolicenie zasad prezentowania informacji na wszystkich platformach crowdfundingowych, a co za tym idzie –

⁵⁷⁹ Takich jak podział na inwestorów doświadczonych i niedoświadczonych, konieczność przeprowadzania wstępnego testu wiedzy oraz symulacji zdolności do ponoszenia strat, okres namysłu, obowiązek publikacji arkusza kluczowych informacji inwestycyjnych, obowiązki w zakresie odpowiedniej redakcji komunikatów marketingowych i informowaniu o ryzyku. Zob. więcej pkt. 5 w rozdziale III niniejszej rozprawy.

wyeliminowanie ryzyka zaistnienia asymetrii informacyjnej w ramach poszczególnych projektów. Pozytywną zmianą z punktu widzenia inwestorów z całą pewnością jest również sposób uregulowania zasad dochodzenia roszczeń cywilnoprawnych za szkody wyrządzone przez zamieszczenie w arkuszu kluczowych informacji inwestycyjnym informacji niezgodnej ze stanem faktycznym lub pominięcie informacji, która mogłaby mieć wpływ na znaczenie dokumentu, w tym w szczególności oparcie odpowiedzialności o zasadę winy przy jednoczesnym wprowadzeniu domniemania winy właściciela projektu lub innej osoby sporządzającej informację lub biorącej udział w jej sporządzeniu. Mechanizm ten wzmacnia pozycję procesową inwestora i zwalnia go z obowiązku wykazywania, że zamieszczenie informacji niezgodnej ze stanem faktycznym lub pominięcie informacji, która mogłaby mieć wpływ na znaczenie dokumentu, było działaniem zawinionym. W kwestii oceny standardu ochrony inwestorów warto zwrócić uwagę na jeszcze jedną istotną kwestię. Surowe wymogi prawne postawione przed dostawcami usług finansowania społecznościowego mogą zachęcać przedsiębiorców do prób rozwijania alternatywnych form pozyskiwania kapitału poza reżimem Rozporządzenia 2020/1503. Jednakże przepisy karne ustanowione ustawą ECSP przewidują, że sankcjonowane będzie nie tylko nieuprawnione świadczenie usług finansowania społecznościowego ale także jakiekolwiek prowadzenie działalności polegającej na prowadzeniu publicznie dostępnego internetowego systemu informacyjnego kojarzącego inwestorów z właścicielami projektów ubiegającymi się o finansowanie przedsięwzięć gospodarczych ze środków pochodzących z emitowanych przez nich zbywalnych papierów wartościowych w sposób inny niż określony w Rozporządzeniu 2020/1503. Wydaje się więc, że taki sposób sformułowania przepisu znacząco zmityguje ryzyko prób obchodzenia przepisów.

Zakończenie

Przedmiotem niniejszej rozprawy była problematyka crowdfundingu inwestycyjnego w Polsce na tle prawa Unii Europejskiej. Głównym problemem badawczym było zidentyfikowanie celów przyświecających przyjęciu Rozporządzenia 2020/1503, jak również ustalenie czy model regulacji prawnej przyjęty w Rozporządzeniu 2020/1503 spełnia kryterium proporcjonalności, zachowując równowagę między interesem publicznym a interesem operatorów platform crowdfundingu inwestycyjnego. Przedmiot badań koncentrował się również na analizie jak przyjęcie Rozporządzenia 2020/1503 wpłynęło na rynek crowdfundingu inwestycyjnego w Polsce.

Crowdfunding inwestycyjny to jeden z typów finansowania społecznościowego polegający na alokacji środków przez inwestorów w zamian za papiery wartościowe lub prawa udziałowe w kapitale zakładowym spółki beneficjenta za pośrednictwem internetowych platform umożliwiających kojarzenie dwóch stron transakcji. W Polsce, podobnie jak w większości krajów Unii Europejskiej, do czasu przyjęcia Rozporządzenia 2020/1503 pozyskiwanie kapitału tą metodą pozostawało w dużej mierze poza regulacją prawną, pomimo tego, że prawne aspekty crowdfundingu inwestycyjnego są zagadnieniem niezwykle złożonym, o dużej doniosłości teoretycznej jak i praktycznej. Istnienie jakichkolwiek wątpliwości prawnych na tym tle jest nie do zaakceptowania, biorąc pod uwagę, że w niektórych okolicznościach niewłaściwa klasyfikacja działań podejmowanych w ramach crowdfundingu inwestycyjnego może prowadzić do naruszenia podstawowych zasad rynku kapitałowego oraz ograniczenia ochrony uczestników rynku. Jednocześnie, zaprojektowanie optymalnego modelu regulacji crowdfundingu inwestycyjnego nie jest zadaniem łatwym, biorąc pod uwagę konieczność zachowania równowagi pomiędzy stymulowaniem rozwoju innowacyjności i konkurencyjności rynku a zapewnieniem należytej ochrony interesu publicznego, rozumianej jako ochrona inwestorów czy ochrona stabilności systemu finansowego. Nieadekwatne wymogi prawne postawione przed podmiotami, które planują świadczyć usługi crowdfundingu inwestycyjnego mogą negatywnie wpłynąć na sytuację

uczestników rynku. Zbyt restrykcyjne przepisy mogą doprowadzić do zahamowania rozwoju rynku finansowania społecznościowego. Z kolei nadmiernie liberalne warunki prowadzenia działalności mogą nie gwarantować właściwego poziomu profesjonalizmu podmiotów świadczących usługi crowdfundingu inwestycyjnego, a w konsekwencji nie zapewniać należytej ochrony ich klientów. Regulacje prawne mają zatem istotny wpływ na kształt rynku crowdfundingu inwestycyjnego.

Przeprowadzona w rozprawie analiza rynku crowdfundingu inwestycyjnego w wybranych krajach Unii Europejskiej pozwoliła na potwierdzenie hipotezy, zgodnie z którą kluczowym determinantem rozwoju rynku crowdfundingu inwestycyjnego jest przyjęcie optymalnego modelu regulacji, który zachowuje odpowiednią proporcję pomiędzy stymulowaniem konkurencyjności rynku a ochroną interesu publicznego. Na przykładzie krajów takich jak Włochy, Francja, Hiszpania oraz Finlandia, które zajmują pozycję liderów rynku crowdfundingu inwestycyjnego w Unii Europejskiej widać wyraźną korelację pomiędzy wzrostem wartości rynku crowdfundingu inwestycyjnego a wprowadzeniem adekwatnych przepisów regulujących pozyskiwanie kapitału tą metodą. Przeprowadzone badania wykazały jednocześnie, że wątpliwości prawne pojawiające się na tle prowadzenia działalności crowdfundingowej w sposób negatywny oddziałują na wszystkich uczestników rynku – inwestorów, przedsiębiorców poszukujących kapitału oraz operatorów platform crowdfundingowych, a w konsekwencji istotnie ograniczają popularność finansowania społecznościowego. W Polsce brak przepisów regulujących crowdfunding inwestycyjny skutkowało wypracowaniem niejednolitej praktyki rynkowej. Problem ten był szczególnie zauważalny na tle ofert crowdfundingowych, mających za przedmiot odmienne instrumenty. Kampanie crowdfundingu akcyjnego objęte były bowiem zupełnie innym reżimem prawnym niż kampanie mające za przedmiot udziały w sp. z o.o., co prowadziło do istotnej asymetrii w zakresie obowiązków informacyjnych związanych z taką kampanią. Powyższe obserwacje potwierdziły hipotezę, że brak przepisów, które w sposób kompleksowy i proporcjonalny regulowałyby finansowanie społecznościowe w Polsce znacząco utrudniał rozwój rynku crowdfundingu inwestycyjnego oraz prowadził do obniżenia ochrony praw inwestorów.

Należy jednocześnie mieć na uwadze, że wprowadzenie optymalnych ram prawnych regulujących crowdfunding inwestycyjny na poziomie krajowym jest

niewystarczające dla pełnego rozwoju unijnego rynku finansowania społecznościowego. Konieczność zapewnienia zgodności z przepisami poszczególnych krajów może stanowić istotną barierę w transgranicznej alokacji kapitału i utrudniać dostęp do finansowania małym i średnim przedsiębiorstwom w skali międzynarodowej. Z tego powodu pierwszorzędym celem Rozporządzenia 2020/1503 było ujednolicenie zasad prowadzenia działalności w zakresie finansowania społecznościowego w całej Unii Europejskiej, co w konsekwencji doprowadzić miało do konsolidacji unijnego rynku i wspierania świadczenia usług finansowania społecznościowego w wymiarze transgranicznym. Osiągnięciu powyższego celu miało służyć wprowadzenie zunifikowanych warunków udzielania zezwolenia na prowadzenie działalności w charakterze dostawców usług finansowania społecznościowego oraz zasady jednolitego paszportu unijnego, polegającej na tym, że dostawca usług finansowania społecznościowego posiadający zezwolenie na prowadzenie swojej działalności w jednym z krajów Unii Europejskiej, może również prowadzić taką działalność w pozostałych krajach członkowskich, bez konieczności ubiegania się o odrębne zezwolenia w każdym z krajów. Do pozostałych motywów przemawiających za przyjęciem Rozporządzenia 2020/1503 zaliczyć należy ułatwienie dostępu do finansowania małym i średnim przedsiębiorstwom poprzez popularyzowanie innych niż bankowe form pozyskiwania kapitału, jak również podniesienie standardu ochrony inwestorów. Jak wykazała przeprowadzona w rozprawie analiza, realizacja powyższych założeń będzie uzależniona w dużej mierze od tego, czy przyjęty w Rozporządzeniu 2020/1503 model regulacji można uznać za proporcjonalny, jak również od tego, czy przepisy krajowe zapewniające stosowanie Rozporządzenia 2020/1503 będą odpowiednio efektywne.

Opierając się na orzecznictwie TSUE należy wskazać, że ocena proporcjonalności określonej regulacji powinna uwzględniać trzy kryteria: odpowiedności, konieczności i współmierności. Szczególne znaczenie praktyczne w tym kontekście ma ostatnie z kryterium, nazywane też proporcjonalnością *sensu stricto*. Przenosząc powyższe na kanwę Rozporządzenia 2020/1503 należy wskazać, że przyjęty w nim model regulacji crowdfundingu inwestycyjnego należy uznać za odpowiedni, bowiem wprowadzenie zharmonizowanych ram prawnych dla świadczenia usług finansowania

społecznościowego może przyczynić się do realizacji celów postawionych przed tym aktem prawnym. Model regulacji przyjęty w Rozporządzeniu 2020/1503 należy uznać również za konieczny, co potwierdzają wyniki licznych konsultacji z przedstawicielami państw członkowskich i organizacji branżowych oraz uczestnikami rynku poprzedzające rozpoczęcie prac legislacyjnych, które wykazały, że alternatywne rozwiązania regulacyjne nie przyniosą wystarczających rezultatów. Oceniając kwestię współmierności modelu regulacji crowdfundingu inwestycyjnego na gruncie Rozporządzenia 2020/1503 należy w pierwszej kolejności wskazać, że pierwszorzędne znaczenie w tym kontekście mają dwa czynniki: zakres podmiotowy regulacji, rozumiany jako określenie katalogu podmiotów, które mogą wykonywać czynności crowdfundingu inwestycyjnego w ramach prowadzonej działalności gospodarczej oraz stopień ingerencji w relacje między podmiotem wykonującym tę działalność a jego klientem. Zakres podmiotowy Rozporządzenia 2020/1503 został przez prawodawcę unijnego określony stosunkowo surowo, poprzez wprowadzenie najdalej idącego stopnia reglamentacji działalności crowdfundingu inwestycyjnego, polegającego na tym, że usługi finansowania społecznościowego mogą być świadczone wyłącznie przez osoby prawne, które mają siedzibę w Unii Europejskiej i które uzyskały zezwolenie na prowadzenie działalności jako dostawcy usług finansowania społecznościowego wydawane przez właściwy organ państwa członkowskiego. Mimo powyższego należy ocenić, że zakres podmiotowy Rozporządzenia 2020/1503 spełnia kryterium współmierności, bowiem wprowadzenie restrykcyjnych zasad świadczenia usług crowdfundingu inwestycyjnego niewątpliwie zapewni wysoki poziom profesjonalizmu w działalności dostawców usług finansowania społecznościowego i przyczyni się do zwiększenia ochrony praw inwestorów. Stopień ingerencji w relacje między dostawcą usług finansowania społecznościowego a jego klientem (tj. inwestorem lub właścicielem projektu) wynikający z przepisów Rozporządzenia 2020/1503 należy ocenić jako wysoki. Regulacja wprowadza bowiem szereg obligatoryjnych rozwiązań, które w istotny sposób ograniczają swobodę dostawcy usług finansowania społecznościowego w procesie świadczenia usług, a których celem jest ochrona uczestników rynku. Każdy z tych mechanizmów stanowi dodatkową dolegliwość dla dostawcy usług finansowania społecznościowego, bowiem wiąże się z koniecznością odpowiedniego zaprojektowania

wewnętrznych procesów i systemów, zaangażowania osób o odpowiednich kompetencjach czy poniesienia dodatkowych kosztów związanych z implementacją zmian w systemach IT. W niektórych przypadkach, rozwiązania przewidziane przez Rozporządzenie 2020/1503 mogą stanowić też uciążliwość dla samych inwestorów, nakładając na nich dodatkowe obowiązki w trosce o zabezpieczenie ich interesów. Nie zawsze jednak korzyści płynące z tych rozwiązań jednoznacznie przewyższają negatywne aspekty, co poddaje w wątpliwość ich współmierność. Na tym tle, model regulacji przewidziany w Rozporządzeniu 2020/1503 należy uznać za niewspółmierny w zakresie w jakim:

- a) wymaga od dostawców usług finansowania społecznościowego przeprowadzania wstępnego testu wiedzy inwestorów niedoświadczonych;
- b) wymaga od inwestora niedoświadczonego dokonania symulacji zdolności ponoszenia strat;
- c) nie przyznaje inwestorowi możliwości zawarcia umowy z właścicielem projektu w czasie trwania okresu namysłu.

W zakresie wstępnego testu wiedzy wskazać należy, że paradoksalnie może on przynieść rezultaty odmienne od zamierzonych. Uzyskanie pozytywnego wyniku z wstępnego testu wiedzy zwalnia dostawcę usług finansowania społecznościowego z obowiązku przekazania inwestorowi niedoświadczonemu ostrzeżenia o ryzyku związanym z crowdfundingiem inwestycyjnym. Nie można tym samym wykluczyć sytuacji, w której inwestor, który zaliczył wstępny test wiedzy i w konsekwencji nie otrzymał ostrzeżenia o ryzyku odniesie mylne wrażenie, że skoro dostawca usług finansowania społecznościowego ocenił, że usługa finansowania społecznościowego jest dla niego odpowiednia, to poziom ryzyka związanego z taką usługą mieści się w granicach jego akceptacji. Bardziej optymalnym rozwiązaniem byłoby nałożenie na dostawcę usług finansowania społecznościowego obowiązku przekazania ostrzeżenia o ryzyku każdemu inwestorowi niedoświadczonemu.

Symulacja zdolności do ponoszenia strat zdaje się mieć z kolei jedynie fasadowy charakter. Wątpliwości budzi przede wszystkim brak możliwości zweryfikowania prawdziwości danych wskazywanych przez inwestora jak również brak indywidualizacji sytuacji finansowej inwestora przy określaniu stosownych limitów inwestycyjnych.

Podstawowy problem związany z okresem namysłu polega na tym, że znacząco utrudnia on proces inwestycyjny z punktu widzenia samego inwestora, wymagając od niego zaplanowania go z odpowiednim wyprzedzeniem i uwzględnienia braku możliwości sfinalizowania całej transakcji tego samego dnia. Korzystniejszym rozwiązaniem z punktu widzenia inwestorów byłoby przyjęcie rozwiązania analogicznego do konsumenckiego prawa do odstąpienia.

Mimo, że model regulacji przyjęty w Rozporządzeniu 2020/1503 będzie miał kluczowy wpływ na kształtowanie się unijnego rynku crowdfundingu inwestycyjnego, nie można zapominać, iż pełna harmonizacja tego rynku we wszystkich państwach członkowskich jest niemożliwa. To, jak daleko idące skutki będzie miało przyjęcie Rozporządzenia 2020/1503 będzie zależało również od krajowych przepisów zapewniających jego stosowanie oraz od aktywności samych uczestników rynku. Analiza potencjalnego wpływu nowych regulacji unijnych na rynek crowdfundingu inwestycyjnego w Polsce potwierdziła hipotezę, że niektóre z rozwiązań przyjętych w polskich przepisach zapewniających stosowanie Rozporządzenia 2020/1503 mogą ograniczyć konkurencyjność rynku crowdfundingu inwestycyjnego w Polsce na tle innych państw członkowskich Unii Europejskiej jak również utrudnić dostęp do finansowania małym i średnim przedsiębiorstwom. Mowa tutaj w szczególności o przepisach zakładających, że oferta nabycia lub objęcia udziałów w spółce z o.o. nie może być składana nieoznaczonemu adresatowi, jak również że nabycie lub objęcie udziałów w spółce z o.o. nie może być promowane przez kierowanie reklamy lub innej formy promocji do nieoznaczonego adresata. Wskazane wyżej rozwiązanie nie tylko uniemożliwia spółkom z o.o. pozyskiwanie kapitału z wykorzystaniem crowdfundingu inwestycyjnego (w modelu, w którym instrumentem dopuszczonym na potrzeby finansowania społecznościowego są udziały), ale także za pomocą jakiegokolwiek innego działania, które obejmuje publiczne zachęcanie do nabycia lub objęcia udziałów. W konsekwencji, nie można wykluczyć, że przedsiębiorcy prowadzący działalność w formie sp. z o.o. zainteresowani finansowaniem społecznościowym będą starali się pozyskiwać kapitał za pośrednictwem platform działających poza granicami Rzeczypospolitej Polskiej, co może ostatecznie doprowadzić do zmniejszenia wielkości rynku crowdfundingu inwestycyjnego w Polsce. Istotne jest to, że sp. z o.o. jest drugą najczęściej wybieraną

formą prawną do przeprowadzenia crowdfundingu inwestycyjnego, zaraz po spółce akcyjnej. Nie wydaje się przy tym prawdopodobne, że zmiany w zakresie publicznego promowania nabywania lub obejmowania udziałów w sp. z o.o. znacząco zmotywują przedsiębiorców do przekształcenia formy prowadzonej działalności w P.S.A., biorąc pod uwagę ograniczoną popularność tej drugiej. Innym rozwiązaniem, które może negatywnie wpłynąć na konkurencyjność polskiego rynku crowdfundingu inwestycyjnego na tle innych europejskich rynków jest obowiązek stosowania środków technicznych i organizacyjnych zapewniających ochronę tajemnicy zawodowej, w tym także przyjęcia wewnętrznego regulaminu określającego sposób ochrony przepływu informacji objętych tajemnicą zawodową przez dostawców usług finansowania społecznościowego. Nakładając wyżej wymienione obowiązki, polski ustawodawca wykroczył bowiem poza ramy Rozporządzenia 2020/1503, którego przepisy nie przyznają państwom członkowskim kompetencji do ustanawiania szczegółowych przepisów w tym zakresie. Abstrahując od tego, że obowiązek stosowania skutecznych rozwiązań zapewniających ochronę informacji objętych tajemnicą zawodową leży w interesie klientów, należy zauważyć, że takie działanie pozostaje sprzeczne z motywem 33 do Rozporządzenia 2020/1503, który *expressis verbis* przesądza, że państwa członkowskie nie powinny mieć możliwości nakładania żadnych dodatkowych wymogów na dostawców usług finansowania społecznościowego, którzy działają na podstawie zezwolenia udzielonego zgodnie z Rozporządzeniem 2020/1503. To właśnie różnice w zakresie obowiązków nakładanych na podmioty ubiegające się o uzyskanie określonego zezwolenia są źródłem tzw. arbitrażu regulacyjnego, którego wyeliminowanie jest jednym z celów Rozporządzenia 2020/1503. *De lege ferenda* należałoby zatem postulować zmianę ustawy ECSP poprzez

- a) usunięcie art. 48 ust. 1 i 2 dodającego do k.s.h. art. 181¹ oraz art. 257¹, które przewidują, że oferta nabycia lub objęcia udziałów w spółce z o.o. nie może być składana nieoznaczonemu adresatowi, jak również że nabycie lub objęcie udziałów w spółce z o.o. nie może być promowane przez kierowanie reklamy lub innej formy promocji do nieoznaczonego adresata;
- b) usunięcie art. 5, który nakłada na dostawców usług finansowania społecznościowego obowiązek nieprzewidziany w Rozporządzeniu 2020/1503.

Przeprowadzone w rozprawie rozważania, dotyczące oddziaływania regulacji na rynek finansowania społecznościowego potwierdzają jednoznacznie słuszność postawionej hipotezy głównej, zakładającej że przyjęcie Rozporządzenia 2020/1503 przyczyni się do profesjonalizacji rynku crowdfundingu w Polsce oraz zwiększenia standardu ochrony inwestorów. Nie ma bowiem wątpliwości, że samo wprowadzenie sformalizowanych zasad w zakresie udzielania zezwolenia na prowadzenie działalności w charakterze dostawców usług finansowania społecznościowego jak również szczegółowych norm ostrożnościowych nakładających na tych dostawców obowiązki w zakresie odpowiedniego zaprojektowania struktury organizacyjnej, stałego dysponowania minimalnym poziomem ostrożnościowych środków ochrony, zarządzania ryzykiem operacyjnym, wdrożenia efektywnych procedur umożliwiających przeciwdziałanie konfliktom interesów, stosowania należytej staranności względem właścicieli projektów czy obiektywnej oceny projektów, sprawi, że uczestnikami rynku pozostaną wyłącznie podmioty, które będą w stanie sprostać tym restrykcyjnym wymogom. Nie ma również sporu odnośnie do tego, że Rozporządzenie 2020/1503 kładzie szczególny nacisk na kwestię ochrony inwestorów wprowadzając szereg mechanizmów, które mają zabezpieczać ich interesy. Korelacja między przyjęciem Rozporządzenia 2020/1503 a zwiększeniem poziomu profesjonalizmu w świadczeniu usług finansowania społecznościowego i polepszeniem standardu ochrony inwestorów będzie przy tym szczególnie zauważalna w Polsce, bowiem do czasu przyjęcia unijnych ram prawnych, obszar finansowania społecznościowego pozostawał poza regulacją prawną, co było źródłem wielu wątpliwości na tym tle.

Bibliografia

I. Literatura

1. Agrawal, A., Catalini, C., Goldfarb, A., *The geography of crowdfunding*, NET Institute Working Paper No. 10-08, 2010.
2. Aramanote S., Avalos F., *The rising influence of retail investors*, „BIS Quarterly Review” 3/2021.
3. Bai G., Velamuri S. R., *Contextualizing the Sharing Economy*, Journal of Management Studies, tom 58, nr 4, 2020.
4. Bączyk M., *Art. 148 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi* [w:] Wierzbowski M., Sobolewski L., Wajda P. (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*. Warszawa 2018, Legalis.
5. Bączyk M., *Art. 153 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Komentarz* [w:] Wierzbowski M., Sobolewski L., Wajda P. (red.) *Prawo rynku kapitałowego. Tom I-II. Komentarz*, Warszawa 2023, Legalis.
6. Bąk J., Stepanów A., *Europejskie prawo finansowe*, Warszawa 2013.
7. Bradford C.S., *Crowdfunding and the Federal Securities Laws*, „Columbia Business Law Review” 48/2012.
8. Bradford C.S., *The Regulation of Crowdfunding in the United States*, The Economics of Crowdfunding, Cham 2018.
9. Bretschneider U., Knaub K., Wieck E., *Motivations for crowdfunding: What drives the crowd to invest in start-ups?* “European Conference on Information Systems”, Tel Aviv, 2014.
10. Brown T., Boon E., Pitt L., *Seeking funding in order to sell: Crowdfunding as a marketing tool*. Business Horizons. Kelley School of Business, Elsevier 2016
11. Bruntje D., Gajda O., *Crowdfunding in Europe. State of the Art in Theory and Practice*, Londyn 2016.

12. Burkett E., *A Crowdfunding Exemption? Online Investment Crowdfunding and U.S. Securities Regulation*, Transactions: The Tennessee Journal of Business Law 2011.
13. D. Busch, D.A. De Mott, *Liability of Asset Managers*, Oxford 2012.
14. Buysere K., Gajda O., Kleverlaan R., Marom D., *A Framework for European Crowdfunding*, Runtinx 2012.
15. Canaris C.-W., *Wandlungen des Schuldvertragsrechts, Tendenzen zu sejner 'Materialisierung'*, Archiv für die civilistische Praxis Nr 200/2000.
16. Casas M.C., Royo-Villanova S.A., *A Comparative Analysis of Spanish Crowdfunding Regulation and The ECSPR* [w:] Macchiavello E., *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: A Commentary*. Cheltenham 2022.
17. Chyla Ł., *Czy polskie prawo prospektowe jest konkurencyjne na tle innych państw Unii Europejskiej?* „Studenckie Prace Prawnicze, Administratywistyczne i Ekonomiczne” 33/2020.
18. Cicchiello A., Pietronudo M.C., Leonele D., Caporuscio A., *Entrepreneurial dynamics and investor-oriented approaches for regulating the equity-based crowdfunding*, „Journal of Entrepreneurship and Public Policy” tom 10 numer 2, 2021.
19. Cranston R., *Principles of banking law*, New York 2002.
20. De Smet J., Colaert V., *Between Investor Protection and Access to Crowdfunding: The Entry Knowledge Test and the Simulation of the Ability to Bear Loss. Commentary on Article 21 Crowdfunding Regulation*, Jan Ronse Institute for company & financial law Working Paper no. 2022/03.
21. Iwanicz-Drozdowska M., *Regulacje ostrożnościowe – powstanie i ewolucja*, „Bank i Kredyt” 1996, nr 9.
22. Drummond M., *Make it Rain*, “Investor’s Digest”, tom 28, nr 8, 2011.
23. Dyl M., *Art. 22* [w]: A. Chłopecki, M. Dyl (red.), *Ustawa o ofercie publicznej*, Warszawa 2014, LEX.

24. Róg-Dyrda J., Wajda P., *Art. 98 ustawy o ofercie publicznej* [w:] Wierzbowski M., Sobolewski L., Wajda P. (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*. Warszawa 2018, Legalis.
25. Dziuba D. T., *Ekonomika crowdfundingu. Zarys problematyki badawczej*, Warszawa 2015.
26. Eisenbeiss M., Hartmann S.A., Hornuf S. A. L., *Social Media Marketing for Equity Crowdfunding: Which Posts Trigger Investment Decisions?* “Diginomics Working Paper” Nr 0013, kwiecień 2022.
27. Estrin S., Gozman D., Khavul S., *Equity Crowdfunding and Early Stage Entrepreneurial Finance, Damaging or Disruptive?*, “CEP Discussion Paper”, 1498/ 2017.
28. Fedorowicz M., *Komentarz do art. 3a* [w:] Sójka T. (red) *Komentarz do ustawy o obrocie instrumentami finansowymi* [w:] *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, Warszawa 2015, LEX.
29. Fridgen G., Regner F, Schweizer A., Urbach N., *Don't slip on the initial coin offering (ICO): a taxonomy for a blockchain-enabled form of crowdfunding*, [w:] “Twenty-Sixth European Conference on Information Systems (ECIS 2018)”, Portsmouth, Wielka Brytania 2018.
30. Gałkowski P. L. V., *Włoska regulacja Społecznościowego Finansowania Udziałowego Przedsiębiorstw Innowacyjnych Za Pośrednictwem Portali Internetowych. Zarys Modelu*, „Transformacje Prawa Prywatnego” 4/2016.
31. Gargantini M., *Secondary Markets For Crowdfunding: Bulletin Boards (Art 25)* [w:] Macchiavello E., *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: A Commentary*, Cheltenham 2022.
32. Glanc J., *Equity crowdfunding as a regulatory question*, Zurich 2020.
33. Golec S., *Zasada proporcjonalności jako podstawa rozstrzygnięcia sądu administracyjnego*, Rozprawa doktorska, Uniwersytet w Białymstoku 2018.
34. Gwizdalanka D., *Złoty wiek muzyki kameralnej*, Poznań 2016.
35. Haładyj K., *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz*, Warszawa 2009.
36. Haładyj K., *Subemisja w obrocie papierami wartościowymi*, „Monitor prawa bankowego” 07-08/2014.

37. Harju I., Kallio A., *Crowdfunding Act: Accelerating the Growth of Crowdfunding Market in Finland* [w:] Gajda O., Marom D., Wright T. (red.), *CrowdAsset. Crowdfunding for Policymakers*, Singapore 2020.
38. Harkonen E., *Regulating Equity Crowdfunding Service Providers - An Innovation-Oriented Approach to Alternative Financing*, "Nordic Journal of Commercial Law", 1/2018.
39. Heminway J.M., *The Legal Regulation of U.S. Crowdfunding: An Originally Evolving Patchwork*, „University of Tennessee Legal Studies Research Paper” No.335/2017.
40. Jegelevi S., Valanciene L., *Comparative analysis of the ways crowdfunding is promoted*, „Procedia – Social and Behavioral Sciences” 213/ 2015.
41. Kaczan D., *Crowdfunding jako innowacyjna metoda finansowania projektów przez społeczeństwo na przykładzie branży fintech*, „Zarządzanie mediami”, Tom 7 numer 2, 2019.
42. Kallio A., *Reflections and Highlights from the Finnish Crowdfunding Act*, Crowdfunding Regulation Seminar 8 February 2017, Kristiansand, Norway.
43. Kasiewicz S., Kurkliński L., *Regulacyjna zasada proporcjonalności. Zastosowanie w sektorze bankowym – weryfikacja, wyzwania, doświadczenia*, [w:] Kasiewicz S., Kurkliński L., Szpringer W. (red.) *Zasada proporcjonalności a polski sektor bankowy. Raport Specjalny* „Miesięcznik Finansowy BANK” 2013, nr 12.
44. Kasiewicz S., Kurliński L., *Zasada proporcjonalności jako narzędzie wspomagania polityki gospodarczej Unii Europejskiej i Polski w sferze rynków finansowych*, „Problemy Zarządzania 13/3 (2), 2015.
45. Kasiewicz S., Kurliński L., Szpringer W., *Zasada proporcjonalności. Przełom w ocenie regulacji*, Warszawa 2014.
46. Kawarski P., Czym jest prospekt emisyjny. *Oferta nabycia papierów wartościowych*, „Rzeczpospolita” Nr 79/1998.
47. Kindred B., *An uneasy balance: professional information and crowdfunding under the JOBS Act*, „Richmond Journal of Law & Technology” 21/2015.

48. Kasiewicz S., Kurliński L., *Zasada proporcjonalności. Zastosowanie w sektorze bankowym – weryfikacja, wyzwania, doświadczenia* [w:] Kasiewicz S., Kurliński L., Szpringer W. (red.) *Zasada proporcjonalności a polski sektor bankowy. Uwarunkowania, narzędzia, szanse, zagrożenia*. ALTERUM. Ośrodek Badań i Analiz Systemu Finansowego Zakład Warszawskiego Instytutu Bankowości, Warszawa 2013.
49. Kohutek K., *Zasady podejmowania działalności regulowanej*, „Przegląd Prawa Handlowego”, 6/2005.
50. Król K., *Od pomysłu do biznesu dzięki społeczności*, Warszawa 2013.
51. Kukuryk P., *Uwagi o zmianach w konsumenckim prawie odstąpienia od umowy zawartej w okolicznościach nietypowych wprowadzonych dyrektywą 2019/2161*, „Monitor Prawniczy” 10/2020, Legalis.
52. Kurek R., *Arbitraż nadzorczy na rynku usług finansowych – identyfikacja zjawiska*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, 342/2014.
53. Lambert T., Schwienbacher A., *An Empirical Analysis of Crowdfunding*, “Social Science Research Network”, tom 1578175, numer 1, 2010.
54. Liebert F., Trzeciak T., *Portal crowdfundingowy jako narzędzie wspierające realizację małych projektów*, „Zeszyty naukowe Politechniki Śląskiej”, 1993/2017
55. Li Y., *The regulation of equity crowdfunding in the US: remaining concerns and lessons from the UK*, „Journal of Corporate Law Studies” tom 22, numer 1, 2022
56. Lin Y., Boh W., Goh K.H., *How different are crowdfunders? Examining archetypes of crowdfunders and their choice of projects*, “SSRN Electronic Journal”, 1/ 2014.
57. Luft R., Weinert A., *Analysis of the Crowdfunding European Market: Performance and Perspectives*, „European Research Studies Journal”, tom 24, numer 4, 2021.
58. Macchiavello E., *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: A Commentary*. Cheltenham 2022.

59. Machnikowski P., *Odpowiedzialność za własne czyny* [w:] Olejniczak A. (red.) *Prawo zobowiązań - część ogólna. System Prawa Prywatnego. Tom 6*, Warszawa 2014.
60. Majewski P., *Crowdfunding: charakterystyka i typologia*, „Gospodarka narodowa”, 1(301)2020.
61. Majewski S., *Efekt home bias na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, „Studia i prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania Uniwersytetu Szczecińskiego”, 11/2008.
62. Marcinkowska M., Wdowinski P., Flejterski S., Bukowski S., Zygierewicz M., *Wpływ regulacji sektora bankowego na wzrost gospodarczy – wnioski dla Polski*, Narodowy Bank Polski Materiały i Studia nr 305/ 2014.
63. Michór A., *Art. 280* [w:] Mroczkowski R. (red.), *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*, Warszawa 2014, LEX.
64. Moulin Jean-Marc, *Chapter 42: Crowdfunding in France after the adoption of the ECSPR*, [w:] E. Macchiavello (red.) *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: A Commentary*. Cheltenham 2022.
65. Panin A., Kemell K., Hara V., *Initial coin offering (ICO) as a fundraising strategy: a multiple case study on success factors* [w:] Hyrynsalmi S., Suoranta M., Nguyen-Duc A., Tyrväinen P., Abrahamsson P. (red.) *ICSOB 2019, LNBIP*, tom 370, Jyväskylä 2019.
66. Powałowski A., *Ważenie wartości w publicznym prawie gospodarczym* [w:] Powałowski A., *Aksjologia publicznego prawa gospodarczego*, Warszawa 2022, Legalis.
67. Romanowski M., *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi*, 1999
68. Rossi M., *SMEs' access to finance: An overview from Southern Italy*, *European Journal of Business and Social Sciences*, tom 2 numer 11, 2014
69. Shneor R., *The Context: The Crowdfunding Market and Its Recent Development* [w:] Macchiavello E. (red.) *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: A Commentary*. Cheltenham 2022.
70. Sobczyński D., *Zasada proporcjonalności w europejskim prawie wspólnotowym*, „Glosa” 2003, nr 7.

71. Sójka T., *Odpowiedzialność odszkodowawcza za upublicznienie fałszywych informacji w prospekcie emisyjnym w świetle dyrektywy prospektowej*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2006/4.
72. Sójka T., Art. 98 [w:] Sójka T. (red.) *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych*. Komentarz, Warszawa 2010, LEX.
73. Sójka T., *Odpowiedzialność cywilna* [w:] Sójka T. (red.), *Prawo rynku kapitałowego*. Komentarz, Warszawa 2015.
74. Sójka T., Art. 148 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi [w:] Sójka T. (red.) *Prawo rynku kapitałowego*. Komentarz, Warszawa 2015.
75. Sójka T., *Cywilnoprawna ochrona inwestorów korzystających z usług maklerskich na rynku kapitałowym*, Warszawa 2016.
76. Sójka T., *Odpowiedzialność cywilna zarządzającego portfelem instrumentów finansowych*, „Ruch prawniczy, ekonomiczny i socjologiczny, Rok LXXIX, zeszyt 1/2017.
77. Sójka T., Jaranowski T., Art. 153 [w:] Sójka T., *Obrót instrumentami finansowymi*. Komentarz, Warszawa 2022, LEX.
78. Spoz A., *Crowdfunding– nowinka czy nowy perspektywiczny model finansowania projektów biznesowych?* „Roczniki ekonomii i zarządzania”, tom 8, numer 44, 1/2016.
79. Banaszak – Sroka U., *Pojęcie i kryteria klasyfikacji inwestorów* [w:] Banaszak – Sroka U. (red). *Rynek papierów wartościowych inwestorzy instrumenty finansowe i metody ich wyceny*, Warszawa 2016.
80. Strähle J., Bulling L., *Case Study: Marillion*. [w:] Strähle J. (red) *Fashion & Music. Springer Series in Fashion Business*, Singapur 2018.
81. Cukras- Stelągowska J., *Wywiady eksperckie z przedstawicielami elit – możliwości i ograniczenia w badaniach nad grupami o statusie mniejszościowym*, „Przegląd Badań Edukacyjnych” nr 34/2021.
82. Kuźmicka- Sulimowska J., *Komentarz do art. 66* [w:] Machnikowski P. (red.), *Zobowiązania. Przepisy ogólne i powiązane przepisy Księgi I KC. Tom I*. Komentarz, Warszawa 2022, Legalis.

83. Szopa A., *Charakterystyka modeli i platform crowdfundingowych w Polsce*, [w:] Pluszyńska A., Szopa A. (red.), *Crowdfunding w Polsce*, Kraków 2018.
84. Szpringer W., *Regulacje rynku finansowego a zasada proporcjonalności* [w:] Kasiewicz S., Kurkliński L., Szpringer W. (red.) *Zasada proporcjonalności a polski sektor bankowy. Uwarunkowania, narzędzia, szanse, zagrożenia*. ALTERUM. Ośrodek Badań i Analiz Systemu Finansowego Zakład Warszawskiego Instytutu Bankowości, Warszawa 2013.
85. Szraniewska M., Szraniewski P., *System nadzoru i kontroli nad instytucjami finansowymi z perspektywy nauk administracyjnych* [w:] Olszewski J. (red.) *Rynek usług finansowych: inwestycyjnych, bankowych i ubezpieczeniowych - między teorią a praktyką*, Warszawa 2020, Legalis.
86. *The 2nd Global Alternative Finance Market Benchmarking Report*, Cambridge Judge Business School, Cambridge 2021.
87. Trzebiński A. A. „Crowdfunding udziałowy 3.0 2021” Związek Przedsiębiorstw Finansowych w Polsce, Gdańsk 2022.
88. Vulcan N., Astebro T., Sierra M.F., *Equity Crowdfunding: a New Phenomena*, „Five Journal of Business Venturing Insights” 5/2016.
89. Wajda P., *Komentarz do art. 104 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi* [w:] Wierzbowski M., Sobolewski L., Wajda P. (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz. Wyd. 3*, Warszawa 2018, Legalis.
90. Weinstein R., *Crowdfunding in the U.S. and Abroad: What to Expect When You're Not Expecting*, “Cornell International Law Journal” 46/2013.
91. Wenzlaff K., Odorović A., *The Crowdfunding Regulation In Germany – On The Path To Self-Isolation?* [w:] Macchiavello E., *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: A Commentary*. Cheltenham 2022.
92. Wicks M., *Crowdfunding-an introduction*, Victoria B.C. 2013.
93. Widawski P., *Aspekty prawne świadczenia usług płatniczych*, Rozprawa doktorska, Uniwersytet Warszawski 2014, Repozytorium Uniwersytetu Warszawskiego.
94. Wierzbowski M., *Ochrona inwestora a ochrona konsumenta na rynku kapitałowym*, „Przegląd Prawa Handlowego”, 05/2022.

95. Zacharzewski K., *Komentarz do art. 83g* [w:] Wierzbowski M., Sobolewski L., Wajda P. (red.), *Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi. Komentarz. Wyd. 3*, Warszawa 2018, Legalis.
96. Zbiorowska J.M., *Crowdfunding jako nowoczesna forma wsparcia przedsięwzięć społecznych, kulturowych i biznesowych*, *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia* nr 3/2016 (81).
97. Zdziarski J., Januszkiewicz J., 2.2.1. *Polityka „poznaj swojego klienta”* [w:] Jagura B., Makowicz B. (red.), *Systemy zarządzania zgodnością. Compliance w praktyce*, Warszawa 2020, LEX.
98. Zelek M., *Komentarz do art. 415* [w:] Gutowski M. (red.), *Kodeks cywilny. Tom II. Komentarz. Art. 353–626. Wyd. 3*, Legalis.
99. Zheng Zhang B., *Sustaining Momentum – the 2nd European Alternative Finance Industry Report*, Cambridge Centre for Alternative Finance 2016.
100. Ziegler T., Shneor R., Garvey K., Wenzlaff K., Yerolemu N., Hao R., Zhang B., *Expanding Horizons: The 3rd European Alternative Finance Industry Report*, 2018.
101. Zilgavis P., *The Need for an Innovation Principle in Regulatory Impact Assessment: The Case of Finance and Innovation in Europe*, „Policy and Internet” 6/2014.
102. Zunzunegui F., *The Spanish Crowdfunding Act*, „Journal of International Banking Law and Regulation”, tom 30, numer 9, 2015.

II. Źródła internetowe:

Artykuły i raporty

1. *5th UK Alternative Finance Industry Report*, Cambridge 2018, <https://www.jbs.cam.ac.uk/wp-content/uploads/2020/08/2018-5th-uk-alternative-finance-industry-report.pdf> [dostęp: 19.02.2023 r.].
2. *8 najważniejszych zmian w polskim crowdfundingu* <https://www.stockwatch.pl/wiadomosci/8-najwazniejszych-zmian-w-polskim-crowdfundingu,akcje,299802> [dostęp: 31.03.2023 r.].

3. *12 key moments in the history of crowdfunding (so far)*
<https://medium.com/@ImpactGuru/12-key-moments-in-the-history-of-crowdfunding-so-far-3f614273d95> [dostęp: 31.03.2021 r.].
4. *Bundesverband Crowdfunding eV, Entwurf eines Gesetzes zur begleitenden Ausführung der Verordnung (EU) 2020/1503 und der Umsetzung der Richtlinie EU 2020/1504 zur Regelung von Schwarmfinanzierungsdienstleistern (Schwarmfinanzierung-Begleitgesetz) und anderer europarechtlicher Finanzmarktvorschriften Stellungnahme zur Anhörung im Finanzausschuss des Deutschen Bundestags am 19.4.2021* https://www.bundesverband-crowdfunding.de/wp-content/uploads/20210416-SchwarmfinanzierungsbegleitG_Bundestag_Anhoerung.pdf [dostęp: 31.03.2023 r.].
5. *Bundesverband Crowdfunding eV, Evaluierung von Änderungen des Verm.gensanlagengesetzes, der Finanzierung von Start-Ups und einer Einbeziehung von GmbH-Anteilen in die Ausnahmeregelungen für Schwarmfinanzierungen* https://www.bundesverband-crowdfunding.de/wp-content/uploads/20211119_VermAnlG_Stellungnahme-BVCF.pdf [dostęp: 31.03.2023 r.].
6. *Crowdfunding Global Market Report 2023: Technology Innovation in Crowdfunding Platforms Drives Growth*, <https://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: 26.02.2023].
7. *Crowdfunding Market: Global Industry Trends, Share, Size, Growth, Opportunity and Forecast 2023-2028*, <https://www.imarcgroup.com/crowdfunding-market> [dostęp: 26.02.2023].
8. *Current State of Crowdfunding in Europe, 2021*, Crowdfundinghub <https://www.crowdfundinghub.eu/wp-content/uploads/2021/09/CrowdfundingHub-Current-State-of-Crowdfunding-in-Europe-2021.pdf>. [dostęp: 27.03.2023 r.].

9. *Current state of crowdfunding in Finland 2016*
<https://www.crowdfundinghub.eu/current-state-crowdfunding-finland/> [dostęp: 16.03.2023 r.].
10. Domagalski M., *Michał Romanowski o prostej spółce akcyjnej*
<https://www.rp.pl/opinie-prawne/art3280781-michal-romanowski-o-prostej-spolce-akcyjnej> [dostęp: 10.04.2023 r.].
11. ECSPR, *European Commission Extends Transition Period for Pan-European Crowdfunding Rules*, Crowdfundinsider, 19.07.2022 r.
<https://www.crowdfundinsider.com/2022/07/193859-ecspr-european-commission-extends-transition-period-for-pan-european-crowdfunding-rules/>
[dostęp: 9.02.2023. r.].
12. *Equity crowdfunding in Italy*, Lexology
<https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=abe9d900-dac9-4e37-a0f0-86be7b68be9c> [dostęp: 16.03.2023 r.].
13. *Equity-based crowdfunding transaction value in Europe (excluding the UK) from 2013 to 2020*, <https://www.statista.com/statistics/412460/europe-alternative-finance-transaction-value-equity-crowdfunding/> [dostęp: 31.03.2023 r.].
14. *European Crowdfunding Market Outlook 2023*,
https://www.maxcrowdfund.nl/en/blog/european-crowdfunding-market-outlook-2023?hs_amp=true/ [dostęp: 26.02.2023 r.].
15. EURO CROWD, *Insights on the ECSPR licensing proces*, 28 września 2022 r.
<https://eurocrowd.org/blog/2022/09/28/insights-on-the-ecspr-licensing-process/>
[dostęp: 5.02.2023 r.].
16. European Crowdfunding Network AISBL, *Review of crowdfunding regulations 2017. Interpretations of existing regulation concerning crowdfunding in Europe, North America and Israel.*, Bruksela, 2017 https://eurocrowd.org/wp-content/uploads/2022/02/ECN_Review_of_Crowdfunding_Regulation_2017.pdf
[dostęp: 31.03.2023 r.].
17. *Finland Updates Investment Crowdfunding Rules, The Act Will “Improve New Financing Options, Particularly in Bottleneck Situations Affecting the Growth of SMEs”*, Crowdfundinsider <https://www.crowdfundinsider.com/2016/04/84311->

[finland-updates-investment-crowdfunding-rules-the-act-will-improve-new-financing-options-particularly-in-bottleneck-situations-affecting-the-growth-of-smes/](#) [dostęp: 31.03.2023 r.].

18. France, Current State of Crowdfunding 2021, <https://www.crowdfundinghub.eu/france-current-state-of-crowdfunding-2021/> [dostęp: 15.03.2023 r.].
19. Gaida O., EUROCROWD, *ItaliaFintech and Chiomenti discuss Lending and Equity Crowdfunding under ECSPR* <https://eurocrowd.org/blog/2021/05/07/eurocrowd-italiafintech-and-chiomenti-discuss-lending-and-equity-crowdfunding-under-ecspr/> [dostęp: 5.02.2023 r.].
20. Germany, *The Current State of Crowdfunding* <https://www.crowdfundinghub.eu/germany-current-state-of-crowdfunding-2021/> [dostęp: 31.03.2023 r.].
21. *Growth in corporate lending through crowdfunding platforms* <https://www.suomenpankki.fi/en/Statistics/peer-to-peer-and-crowdfunding/older-news/2020/growth-in-corporate-lending-through-crowdfunding-platforms/> [dostęp: 26.02.2023].
22. *Investing without borders: Crowdcube receives European authorisation* <https://www.crowdcube.com/explore/blog/crowdcube/investing-without-borders-crowdcube-receives-european-authorisation?country=GB> [dostęp: 9.02.2023 r.].
23. *Kredytobiorcy domagają się wakacji kredytowych. Müller: projekt do konsultacji*, <https://superbiz.se.pl/wiadomosci/rzad-juz-ma-bat-na-banki-rzecznik-rzadu-ujawnia-szczegoly-aa-Qfzq-k7vB-isJw.html> [dostęp: 30.09.2022 r.]
24. *Kluczowe regulacje dla branży FinTech w centrum uwagi* <https://fintek.pl/kluczowe-regulacje-dla-branzy-fintech-w-centrum-uwagi/> [dostęp: 16.02.2023 r.].
25. *Kombinat Konopny pozyskał 1 mln euro w ramach crowdfundingu*, Strefa Inwestorów <https://strefainwestorow.pl/wiadomosci/20230215/kombinat->

- konopny-pozyskal-1-mln-euro-w-ramach-crowdfundingu [dostęp: 18.03.2023 r.].
26. Kopeć A., *Czy potrzebna jest zmiana przepisów?*, „Gazeta Giełdy i Inwestorów Parkiet” 27.07.2019 r. <https://www.parkiet.com/felietony/art20114591-czy-potrzebna-jest-zmiana-przepisow> [dostęp: 10.11.2022 r.].
27. Koślicki K., *Prostą spółkę akcyjną nie tak prosto będzie założyć* <https://www.prawo.pl/biznes/prosta-spolke-akcyjna-nie-tak-prosto-bedzie-zalozyc,509172.html> [dostęp: 10.04.2023 r.].
28. Lucchesi M., *European regulation: opportunity or constraint?*, wystąpienie podczas konferencji „The Place To Crowd”, Paryż, 14 lutego 2023 r. [Nieopublikowane] https://www.youtube.com/watch?v=3S-7uQ3_6EA [dostęp: 27.03.2023 r.].
29. Lovegrove S., *Commission publishes crowdfunding Delegated Regulation*
30. <https://www.regulationtomorrow.com/eu/commission-publishes-crowdfunding-delegated-regulation/> [dostęp: 9.02.2023 r.].
31. Maj S., *Equity crowdfunding nabral dynamiki*, „Puls Biznesu” <https://www.pb.pl/equity-crowdfunding-nabral-dynamiki-1105263> [dostęp: 04.04.2023 r.].
32. Maj S., *Ile kosztuje finansowanie społecznościowe*, „Puls Biznesu” <https://www.pb.pl/ile-kosztuje-finansowanie-spolecznosciowe-968872>
33. Maj S., *Rynek crowdfundingu w liczbach*, „Puls Biznesu” <https://www.pb.pl/rynek-crowdfundingu-w-liczbach-969674> [dostęp: 31.03.2023 r.].
34. Majski C., *Pre-Money vs. Post-Money: What's the Difference?* <https://www.investopedia.com/ask/answers/difference-between-premoney-and-postmoney/#ixzz1WQq46zn0> [dostęp: 10.12.2022 r.].
35. Milecova A., *European regulation: opportunity or constraint?*, wystąpienie podczas konferencji „The Place To Crowd”, Paryż, 14 lutego 2023 r. [Nieopublikowane] https://www.youtube.com/watch?v=3S-7uQ3_6EA [dostęp: 27.03.2023 r.].

36. *New rules for crowdfunding in EU* <https://www.cerhahempel.com/blog/start-ups-venture-capital-and-private-equity/standard-titel> [dostęp: 31.03.2023 r.].
37. *Nowe wydanie platform skusi fundusze inwestycyjne?*, „Gazeta Giełdy i Inwestorów Parkiet”, 20.10.2022 r. <https://www.parkiet.com/inwestycje-alternatywne/art37274471-nowe-wydanie-platform-skusi-fundusze-inwestycyjne> [dostęp: 16.02.2023 r.].
38. *Restart, Italia! The report by the Task Force on startups established by the Minister of Economic Development* https://www.mise.gov.it/images/stories/documenti/startup_eng_rev.pdf [dostęp: 31.03.2023 r.].
39. *Rewolucja przegłosowana. Crowdfunding sięgnie po 5 mln euro*, „Gazeta Giełdy i Inwestorów Parkiet”, 6.10.2020 r. <https://www.parkiet.com/crowdfunding/art19746061-rewolucja-przeglosowana-crowdfunding-siegnie-po-5-mln-euro> [dostęp: 16.02.2023 r.].
40. Rooney K., *A blockchain start-up just raised \$4 billion without a live product*, “CNBC” <https://www.cnn.com/2018/05/31/a-blockchain-start-up-just-raised-4-billion-without-a-live-product.html> [dostęp: 05.04.2023 r.].
41. Rosik P., *Wisła Kraków przeprowadzi emisję akcji w formie crowdfundingu*, „Strefa inwestorów” <https://strefainwestorow.pl/artykuly/crowdfunding/20190117/wisla-krakow-emisja-akcji-crowdfunding> [dostęp: 31.03.2023 r.].
42. Rudke M., *Crowdfunding udziałowy: dotacja czy realna inwestycja*, „Gazeta Giełdy i Inwestorów Parkiet” 26.06.2019 r. <https://www.parkiet.com/crowdfunding/art20142211-crowdfunding-udzialowy-dotacja-czy-realna-inwestycja> [dostęp: 24.02.2023 r.].
43. Shepherd M., *Crowdfunding Statistics: Market Size and Growth.*, 23.01.2023, <https://www.fundera.com/resources/crowdfunding-statistics> [dostęp: 26.02.2023].
44. Sobczak K., *Prof. Kidyba: Prosta spółka akcyjna rozbija system* <https://www.prawo.pl/biznes/prosta-spolka-akcyjna-niebezpieczna-komentarz-prof-andrzeja,368161.html> [dostęp: 10.04.2023 r.]

45. Styczyński J., *Crowdfunding: którą spółkę wybiorą teraz start-upy?*, „Gazeta Prawna” 13.09.2022 r. <https://www.gazetaprawna.pl/firma-i-prawo/artykuly/8534211,crowdfunding-startup-jaka-spolka-psa-sa-ska.html> [dostęp: 06.04.2023 r.].
46. Trzebiński A.A., *Rynek ECF*, Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu <https://airtable.com/shrXxy1MnmVD3hFuo/tblCtdOZ7FNdfdCI9/viwlMdWZAeI7ZdHPW?backgroundColor=green> [dostęp: 9.02.2023 r.].
47. UK *Alternative Finance Industry Report*, Cambridge 2016 <https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/5th-uk-alternative-finance-industry-report/#.ZEDyz-xBwq0> [dostęp: 30.03.2023 r.].
48. Uryniuk G., *Crowdfunding. Platformy przygotowują się na nowe regulacje*, „Gazeta Giełdy i Inwestorów Parkiet” 21.07.2022 r. <https://www.parkiet.com/crowdfunding/art36739451-crowdfunding-platformy-przygotowuja-sie-na-nowe-regulacje> [dostęp: 24.02.2023 r.].
49. Uryniuk G., *Kombinat Konopny z kolejną szybką emisją*, „Gazeta Giełdy i Inwestorów Parkiet” 14.12.2023 r. <https://www.parkiet.com/crowdfunding/art37955321-kombinat-konopny-z-kolejna-szybka-emisja> [dostęp: 18.03.2023 r.].
50. Vodolazhska A., *Crowdfunding in the Netherlands: a Promising Market?* <https://lenderkit.com/blog/crowdfunding-in-the-netherlands/> [dostęp: 5.02.2023 r.].
51. Weber R., *Star Citizen funding now over \$9m. Money continues to pour in for Cloud Imperium Games*. “Game Industry” <https://www.gamesindustry.biz/articles/2013-04-30-star-citizen-funding-now-over-USD9m> [dostęp: 05.04.2023 r.].
52. Wielądek P., *To były trudne/dziwne 12 miesięcy – podsumowanie 2022 roku i perspektywa na 2023 oczami osób z branży*, Crowdreview, 28.01.2022 <https://crowdreview.pl/dla-inwestora/to-byly-trudne-dziwne-12-miesiecy-podsumowanie-2022-roku-i-perspektywa-na-2023-oczami-osob-z-branzy/> [dostęp: 9.02.2023r.].

53. *Whitepaper Equity Crowdfunding* <https://www.crowdfundinghub.eu/whitepaper-equity-crowdfunding/> [dostęp: 05.04.2021 r.].

Pozostałe źródła internetowe

1. www.zrzutka.pl. [dostęp: 31.03.2023 r.].
2. www.siepomaga.pl [dostęp: 31.03.2023 r.].
3. www.kickstarter.com [dostęp: 31.03.2023 r.].
4. www.indiegogo.com [dostęp: 31.03.2023 r.].
5. <https://www.mintos.com> [dostęp: 01.04.2023 r.].
6. <https://www.thesmbx.com/index.php> [dostęp: 01.04.2021 r.].
7. www.crowdrealstate.pl [dostęp: 01.04.2023 r.].
8. <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/equity-crowdfunding/> [dostęp: 05.04.2023 r.].
9. <https://www.crowdcube.com> [dostęp: 01.04.2023 r.].
10. <https://beesfund.com/p/edred> [dostęp: 10.04.2021 r.].
11. https://zainwestuj.bjsa.pl/?_ga=2.78610076.921419851.1627836464-141787181.1627461825&pk_vid=8ac582f3532c33da1627895822956778 [dostęp: 05.04.2023 r.].
12. <https://crowdconnect.pl> [dostęp: 31.07.2021 r.].
13. <https://gogetfunding.com/please-help-malaysia/> [dostęp: 31.03.2023 r.].
14. <https://www.artistshare.com> [dostęp: 31.03.2023 r.].
15. <https://www.indiegogo.com/> [dostęp: 31.03.2023 r.].
16. <https://www.kickstarter.com/> [dostęp: 31.03.2023 r.].
17. <https://www.zopa.com/> [dostęp: 31.03.2023 r.].
18. <https://www.crowdcube.com/> [dostęp: 31.03.2021 r.].
19. <https://www.crowdcube.com/explore/blog/crowdcube/crowdcube-is-authorised-by-the-fsa> [dostęp: 15.05.2021 r.]
20. <https://robertsspaceindustries.com/funding-goals> [dostęp: 05.04.2023 r.]
21. <https://www.scotsman.com/business/brewdog-turn-beer-vodka-1387613> [dostęp: 31.03.2023 r.].

22. <https://www.brewdog.com/uk/equityforpunks/tomorrow-raise/welcome> [dostęp: 31.03.2023 r.].
23. <https://www.zippia.com/advice/crowdfunding-statistics/> [dostęp: 26.02.2023]
24. <https://www.statista.com/outlook/dmo/fintech/digital-capital-raising/crowdfunding/worldwide#global-comparison> [dostęp: 26.02.2023].
25. <https://www.statista.com/statistics/946668/global-crowdfunding-volume-worldwide-by-type/> [dostęp: 31.03.2023 r.].
26. <https://finanso.se/european-equity-based-crowdfunding-market-to-top-2-3bn-in-2020/>
27. [dostęp: 31.03.2023 r.].
28. <https://ceo.com.pl/dwa-miliardy-zlotych-na-crowdfunding-w-2021-r-33089> [dostęp: 31.03.2023 r.].
29. <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1884/pdf/COMPS-1884.pdf> [dostęp: 22.02.2023 r.].
30. <https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-bulletins/ib-crowdfunding> [dostęp: 22.02.2023 r.].
31. <https://www.sec.gov/education/smallbusiness/exemptofferings/regcrowdfunding> [dostęp: 22.02.2023 r.].
32. <https://digital-strategy.ec.europa.eu/pl/policies/desi-sweden> [dostęp: 15.03.2023 r.].
33. <https://www.orias.fr/> [dostęp: 15.03.2023 r.].
34. <https://emisja.ibuyers.pl> [dostęp 20.09.2020 r.]
35. <https://naszbrowar.pl> [dostęp: 20.09.2020 r.].
36. <https://www.gov.pl/web/finanse/strategia-rozwoju-rynku-kapitalowego> [dostęp: 31.03.2023 r.]
37. <https://zpf.pl/platformy-crowdfundingowe-z-zasadami-dobrych-praktyk/> [dostęp: 31.03.2023 r.].
38. <https://ec.europa.eu/transparency/expert-groups-register/screen/expert-groups/consult?do=groupDetail.groupDetail&groupID=3130> [dostęp: 08.10.2021 r.].

39. https://ec.europa.eu/info/consultations/finance-2017-fintech_en [dostęp: 8.10.2021 r.].
40. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=CELEX:52018PC0113>
41. <https://vm.fi/en/-/joukkorahoituksen-suosio-kasvaa-nopeasti> [dostęp: 31.03. 2023 r.].
42. <https://www.statista.com/statistics/412255/europe-market-size-alternative-finance/> [dostęp: 15.03.2023 r.].
43. https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2103v.htm [dostęp: 31.03.2023 r.].
44. <https://www.nbs.sk/en/financial-market-supervision1/supervision/securities-market/issuers-of-securities-basic-information> [dostęp: 31.03.2023 r.].
45. <https://www.esma.europa.eu/document/register-crowdfunding-services-providers> [dostęp: 17.02.2023 r.]
46. <https://www.esma.europa.eu/document/escpr-miscellaneous-reporting-esma> [dostęp: 31.03.2023 r.]
47. <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-technical-standards-crowdfunding> [dostęp: 31.03.2023 r.]
48. <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-first-qas-crowdfunding> [dostęp: 31.03.2023 r.]
49. <https://www.esma.europa.eu/regulation/mifid-ii-and-investor-protection> [dostęp: 14.09.2022 r.].
50. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma31-62-1193_prospectus_thresholds.pdf [dostęp: 29.10.2022 r.]
51. <https://cms.law/en/int/expert-guides/cms-expert-guide-to-the-private-placement-of-equity-securities/austria> [dostęp: 29.10.2022 r.].
52. <https://zpf.pl/polskie-firmy-w-2020/> [dostęp: 28.10.2022 r.].
53. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-42-1305_crowdfunding_tables.pdf [dostęp: 29.10.2022r.].
54. <https://sjp.pwn.pl/sjp/;2573777> [dostęp: 16.02.2023 r.].
55. <https://sjp.pwn.pl/szukaj/promocja.html> [dostęp: 16.02.2023 r.].

56. <https://deutsche-boerse.com/dbg-en/regulation/regulatory-topics/mifid-mifir/mifid-mifir-virtual/mifid-i-to-mifid-ii/mifid-ii-mifir/RTS-and-ITS-151036> [dostęp: 11.12.2022 r.].
57. <https://eurocrowd.org/blog/2022/12/21/first-eu-insurance-policy-in-line-with-article-11-ecspr-is-available-now/> [dostęp: 5.02.2023 r.].
58. <https://www.esma.europa.eu/document/register-crowdfunding-services-providers>, dalej: [dostęp: 31.03.2023 r.].
59. <https://www.afm.nl/nl-nl/sector/crowdfundingplatformen> [dostęp: 31.03.2023 r.].
60. <https://zoek.officielebekendmakingen.nl/stb-2021-497.html> [dostęp: 4.02.2023 r.].
61. <https://www.parlementairemonitor.nl/9353000/1/j9vvij5epmj1ey0/vljdkgorizz1> [dostęp: 4.02.2023 r.].
62. <https://www.internetconsultatie.nl/conceptregelingcrowdfunding/reacties> [dostęp: 4.02.2023 r.].
63. <https://www.afm.nl/nl-nl/sector/crowdfundingplatformen> [dostęp: 4.02.2023 r.].
64. <https://www.crowdfundinghub.eu/the-netherlands-current-state-of-crowdfunding-2022/> [dostęp: 5.02.2023 r.].
65. <https://www.cnmv.es/Portal/Consultas/Plataforma/Financiacion-Participativa-Listado.aspx> [dostęp: 31.03.2023 r.].
66. <http://documenti.camera.it/leg19/dossier/pdf/FI0011.pdf> [dostęp: 5.02.2023 r.].
67. <https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2023/03/24/23G00038/sg> [dostęp: 31.03.2023 r.].
68. <https://www.handelsblatt.com/finanzen/banken-versicherungen/banken/schwarmfinanzierung-bundesregierung-stellt-crowdfunding-plattformen-erleichterungen-bei-haftung-in-aussicht/28970472.html> [dostęp: 29.03.2023].
69. <https://ekrs.ms.gov.pl/> [dostęp: 10.04.2023 r.].

III. Dokumenty organów publicznych

1. Bank Światowy, *Crowdfunding's Potential for the Developing World 2013*,
<https://documents1.worldbank.org/curated/en/409841468327411701/pdf/840000WP0Box380crowdfunding0study00.pdf>
2. CONSOB, *L' Equity Crowdfunding. Analisi sintetica della normative e aspetti operativi*,
2016,
<https://www.consob.it/documents/11973/219974/pp6.pdf/21a0f4f2-f541-44bd-8fa0-6f7c601447a3>
3. CONSOB, *Wspólne Wytyczne CONSOB i Banku Centralnego Włoch dla operatorów zainteresowanych złożeniem wniosków o udzielenie zezwolenia z 21 października*
2022 r.
https://www.consob.it/documents/1912911/1945927/com_consob_bi_20221021_en.pdf/18ef96c4-cd9d-053c-a1e0-e33532e9586c
4. Dokument Roboczy Służb Komisji Europejskiej, *Ocena wpływ regulacji Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) w sprawie europejskich dostawców usług w zakresie finansowania społecznościowego dla przedsiębiorstw*
https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CONSIL:ST_7049_2018_ADD_2&from=EN
5. EBA, *Joint Consultation Paper concerning amendments to the PRIIPs KID. Draft amendments to Commission Delegated Regulation (EU) 2017/653 of 8 March 2017 on key information documents (KID) for packaged retail and insurance-based investment products (PRIIPs)*
https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Consultations/2019/Joint%20Consultation%20on%20amendments%20to%20the%20PRIIPs%20KID//JC-2019-63_Consultation_Paper_amendments_PRIIPs%20KID.pdf [dostęp: 31.03.2023 r.].
6. EBA, *Report On The Peer Review On Authorisation Under PSD2*, 11 stycznia 2023,
EBA/Rep/2023/01
https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Reports/2023/1050744/Peer%20Review%20Report%20on%20authorisation%20under%20PSD2.pdf [dostęp: 22.01.2023 r.].

7. Europejski Bank Centralny, *Euro Foreign Exchange Reference Rates*, 09 listopada 2020, <https://www.ecb.europa.eu/stats/exchange/eurofxref/shared/pdf/2020/11/20201109.pdf> [dostęp: 31.03.2023 r.].
8. ESMA, *O ESMA*, Paryż 2021 <https://www.esma.europa.eu/document/about-esma> [dostęp: 31.03.2023 r.].
9. ESMA, *Supervisory Briefing, Benchmark administrators' presence in their Member States of location and outsourcing*, 28 maja 2021, ESMA81-393-98, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma81-393-98_supervisory_briefing_bmr_presence_in_the_member_state.pdf [dostęp: 31.03.2023 r.].
10. ESMA, *MiFID II Review Report MiFID II review report on the functioning of Organised Trading Facilities (OTF)*, 23 marca 2021, ESMA70-156-4225, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/esma70-156-4225_mifid_ii_final_report_on_functioning_of_otf.pdf [dostęp: 28.02.2023 r.].
11. ESMA, *Final Report. Draft Technical Standards under the European crowdfunding service providers for business Regulation*, 10 listopada 2021, ESMA35-42-1183, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-42-1183_final_report_-_ecspr_technical_standards.pdf [dostęp: 31.03.2023 r.].
12. ESMA, *Final Report On the European Commission mandate on certain aspects relating to retail investor protection*, 29 kwietnia 2022, ESMA35-42-1227, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-42-1227_final_report_on_technical_advice_on_ec_retail_investments_strategy.pdf [dostęp: 14.09.2022 r.].
13. ESMA *Final Report. ESMA's Technical Advice to the Commission on the possibility to extend the transitional period pursuant to Article 48(3) of Regulation (EU) 2020/1503*, 19 maja 2022, ESMA35-42-1445 https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-42-1445_final_report_on_technical_advice_on_article_483_of_ecspr.pdf [dostęp: 31.03.2023r.].

14. ESMA, *Final Report, On ESMA's Opinion on the Trading Venue Perimeter*, 2 lutego 2023, ESMA70-156-6360, <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-issues-opinion-trading-venue-perimeter> [dostęp: 28.02.2023 r.].
15. FATF, *Report. Emerging Terrorist Financing Risks*, Paryż 2015 <https://www.fatf-gafi.org/media/fatf/documents/reports/Emerging-Terrorist-Financing-Risks.pdf> [dostęp: 31.03.2023 r.].
16. Financial Conduct Authority, *A review of the regulatory regime for crowdfunding and the promotion of non-readily realisable securities by other media*, 2015 <https://www.fca.org.uk/publication/thematic-reviews/crowdfunding-review.pdf> [dostęp: 19.02.2023 r.].
17. Financial Conduct Authority, *Finalised Guidelines FG15/4: Social media and customer communications*, 2015 <https://www.fca.org.uk/publication/finalised-guidance/fg15-04.pdf> [dostęp: 19.02.2023 r.].
18. Financial Conduct Authority, *Financial Conduct Authority Call for input to the post-implementation review of the FCA's crowdfunding rules*, 2016 <https://www.fca.org.uk/publication/call-for-input/call-input-crowdfunding-rules.pdf> [dostęp: 19.02.2023 r.].
19. Financial Conduct Authority, *Policy Statement PS19/14: Loan-based ('peer-to-peer') and investment-based crowdfunding platforms: Feedback to CP18/20 and final rules*, 2019 <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps19-14.pdf> [dostęp: 19.02.2023 r.].
20. Finansinspektionen, *Crowdfunding in Sweden – an overview* https://www.fi.se/contentassets/0ffe196bc6ba4569bc16682da5faae14/grasrotsfinansiering_151214_eng_ny.pdf [dostęp: 31.03.2023 r.].
21. International Organization of Securities Commissions, *Crowdfunding. Survey Responses Report*, FR29/2015, <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD520.pdf> [dostęp: 19.02.2023 r.].
22. Komisja Europejska, *European Commission Final Report: Identifying market and regulatory obstacles to cross-border development of crowdfunding in the EU*,

- Unia Europejska 2017, https://finance.ec.europa.eu/system/files/2018-01/171216-crowdfunding-report_en.pdf [dostęp 31.03.2023 r.].
23. Komisja Europejska, *Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego na podstawie art. 294 ust. 6 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej dotyczący stanowiska Rady w sprawie przyjęcia rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie europejskich dostawców usług w zakresie finansowania społecznościowego dla przedsiębiorstw oraz zmieniającego rozporządzenie (UE) 2017/1129 i dyrektywę (UE) 2019/1937 oraz przyjęcia dyrektywy zmieniającej dyrektywę 2014/65/UE w sprawie rynków instrumentów finansowych*, 10052/20, https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/PDF/?uri=CONSIL:ST_10052_2020_INIT&from=EN [dostęp: 31.03.2023 r.].
24. Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju, *Administrative Simplification in Poland Making Policies Perform. Cutting Red Tape*. Paryż, 2011 https://www.oecd-ilibrary.org/governance/administrative-simplification-in-poland_9789264097261-en [dostęp: 31.03.2023 r.].
25. RCL, *Crowdfunding- zestawienie uwag* <https://legislacja.rcl.gov.pl/projekt/12346354/katalog/12785249#12785249> [dostęp: 29.09.2022 r.].
54. RCL, Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych oraz Ministerstwo Przedsiębiorczości i Technologii, „Zestawienie uwag” <https://legislacja.rcl.gov.pl/projekt/12318000> [dostęp: 28.10.2022 r.].
26. EBA, *Report on Investment Firms, Response to the Commission's Call for Advice of December 2014*, EBA/Op/2015/20, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/eba-op-2015-20_report_on_investment_firms.pdf [dostęp: 31.03.2023 r.].
27. UKNF, *Stanowisko Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego dotyczące definicji usługi oferowania instrumentów finansowych zawartej w art. 72 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi* https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Oferowanie_Instrumentow_65197.pdf [dostęp: 20.09.2021 r.].

28. UKNF, *Stanowisko Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego dotyczące oceny emitenta przez firmy inwestycyjne przed rozpoczęciem świadczenia usługi oferowania instrumentów finansowych*
https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Stanowisko_UKNF_dot_oceny_emitenta_przez_firmy_inwestycyjne.pdf [dostęp: 31.03.2023 r.].
29. Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, *Stanowisko Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego dotyczące zasad funkcjonowania tzw. platform crowdfundingu inwestycyjnego*
30. https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Stanowisko_UKNF_dot_platform_crowdfundingu_inwestycyjnego_69487.pdf [dostęp: 20.09.2021 r.].
31. UKNF, *Stanowisko UKNF w związku z ryzykiem niedostosowania do 10 listopada 2021 r. polskiego porządku prawnego do przepisów Rozporządzenia w sprawie dostawców usług finansowania społecznościowego,*
https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Stanowisko_UKNF_dot_zasad_dzialania_dostawcow_uslug_finansowania_spolecznosciowego_w_okresie_przejscowym.pdf [dostęp: 1.12.2022 r.].
32. Uzasadnienie do projektu ustawy ECSP, druk 2269.
33. Uzasadnienie do Wniosku Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) w sprawie europejskich dostawców usług w zakresie finansowania społecznościowego dla przedsiębiorstw (COM/2018/0113 final - 2018/048 (COD))
<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/ALL/?uri=CELEX:52018PC0113> [dostęp: 16.03.2023 r.].
34. Uzasadnienie do rządowego projektu ustawy o zmianie ustawy - Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw, druk 3236.

IV. Akty normatywne:

Akty prawa UE

1. Rozporządzenie (WE) NR 864/2007 Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 11 lipca 2007 r. dotyczące prawa właściwego dla zobowiązań pozaumownych ("Rzym II") (Dz. U. UE. L. z 2007 r. Nr 199, str. 40).

2. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (WE) nr 593/2008 z dnia 17 czerwca 2008 r. w sprawie prawa właściwego dla zobowiązań umownych (Rzym I) (Dz. U. UE. L. z 2008 r. Nr 177, str. 6 z późn. zm.).
3. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012 (Dz. U. UE. L. z 2013 r. Nr 176, str. 1 z późn. zm.).
4. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1286/2014 z dnia 26 listopada 2014 r. w sprawie dokumentów zawierających kluczowe informacje, dotyczących detalicznych produktów zbiorowego inwestowania i ubezpieczeniowych produktów inwestycyjnych (PRIIP) (Dz. U. UE. L. z 2014 r. Nr 352, str. 1 z późn. zm.).
5. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2015/760 z dnia 29 kwietnia 2015 r. w sprawie europejskich długoterminowych funduszy inwestycyjnych (Dz. U. UE. L. z 2015 r. Nr 123, str. 98).
6. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2033 z dnia 27 listopada 2019 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla firm inwestycyjnych oraz zmieniające rozporządzenia (UE) nr 1093/2010, (UE) nr 575/2013, (UE) nr 600/2014 i (UE) nr 806/2014 (Dz. U. UE. L. z 2019 r. Nr 314, str. 1 z późn. zm.).
7. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/1503 z dnia 7 października 2020 r. w sprawie europejskich dostawców usług finansowania społecznościowego dla przedsięwzięć gospodarczych oraz zmieniające rozporządzenie (UE) 2017/1129 i dyrektywę (UE) 2019/1937 (Dz. U. UE. L. z 2020 r. Nr 347, str. 1 z późn. zm.).
8. Rozporządzenie z dnia 14 października 2021 r. o zmianie Rozporządzenia w sprawie wykonania regulacji rynków finansowych UE, Rozporządzenia o nadzorze nad postępowaniem przedsiębiorstw finansowych w ramach ustawy o nadzorze finansowym oraz Rozporządzenia o finansowaniu nadzoru finansowego 2019 r. oraz w związku z wdrożeniem Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/1503 z dnia 7 października 2020 r. w sprawie europejskich dostawców usług finansowania społecznościowego dla przedsiębiorstw oraz

zmieniające rozporządzenie (UE) 2017/1129 i dyrektywę (UE) 2019/1937 (Dz.U. 2020, L 347).

9. Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2022/1988 z dnia 12 lipca 2022 r. przedłużające okres przejściowy umożliwiający dalsze świadczenie usług finansowania społecznościowego zgodnie z prawem krajowym, o którym to okresie mowa w art. 48 ust. 1 rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/1503 (Dz. U. UE. L. z 2022 r. Nr 273, str. 3).
10. Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2022/2112 z dnia 13 lipca 2022 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/1503 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych określających wymogi i zasady dotyczące wniosku o udzielenie zezwolenia na prowadzenie działalności jako dostawca usług finansowania społecznościowego (Dz. U. UE. L. z 2022 r. Nr 287, str. 5).
11. Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2008/48/WE z dnia 23 kwietnia 2008 r. w sprawie umów o kredyt konsumencki oraz uchylająca dyrektywę Rady 87/102/EWG (Dz. U. UE. L. z 2008 r. Nr 133, str. 66 z późn. zm.).
12. Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/110/WE z dnia 16 września 2009 r. w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności przez instytucje pieniądza elektronicznego oraz nadzoru ostrożnościowego nad ich działalnością, zmieniająca dyrektywy 2005/60/WE i 2006/48/WE oraz uchylająca dyrektywę 2000/46/WE (Dz. U. UE. L. z 2009 r. Nr 267, str. 7 z późn. zm.).
13. Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) nr 231/2013 z dnia 19 grudnia 2012 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE w odniesieniu do zwolnień, ogólnych warunków dotyczących prowadzenia działalności, depozytariuszy, dźwigni finansowej, przejrzystości i nadzoru (Dz. U. UE. L. z 2013 r. Nr 83, str. 1 z późn. zm.).
14. Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/34/UE z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie rocznych sprawozdań finansowych, skonsolidowanych sprawozdań finansowych i powiązanych sprawozdań niektórych rodzajów jednostek, zmieniająca dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2006/43/WE oraz

uchylająca dyrektywy Rady 78/660/EWG i 83/349/EWG (Dz. U. UE. L. z 2013 r. Nr 182, str. 19 z późn. zm.).

15. Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2015/2366 z dnia 25 listopada 2015 r. w sprawie usług płatniczych w ramach rynku wewnętrznego, zmieniająca dyrektywy 2002/65/WE, 2009/110/WE, 2013/36/UE i rozporządzenie (UE) nr 1093/2010 oraz uchylająca dyrektywę 2007/64/WE (Dz. U. UE. L. z 2015 r. Nr 337, str. 35 z późn. zm.).
16. Dyrektywa delegowana Komisji (UE) 2017/593 z dnia 7 kwietnia 2016 r. uzupełniająca dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do zabezpieczenia instrumentów finansowych i środków pieniężnych należących do klientów, zobowiązań w zakresie zarządzania produktami oraz zasad mających zastosowanie do oferowania lub przyjmowania wynagrodzeń, prowizji bądź innych korzyści pieniężnych lub niepieniężnych (Dz. U. UE. L. z 2017 r. Nr 87, str. 500 z późn. zm.).
17. Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/1504 z dnia 7 października 2020 r. zmieniająca dyrektywę 2014/65/UE w sprawie rynków instrumentów finansowych (Dz. U. UE. L. z 2020 r. Nr 347, str. 50).
18. Projekt Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie rynków kryptoaktywów i zmieniającego dyrektywę (UE) 2019/1937 (COM/2020/593 final).

Polska

1. Ustawa z dnia 17 listopada 1964 r. Kodeks postępowania cywilnego (t.j. Dz. U. z 2021 r. poz. 1805 ze zm.).
2. Ustawa z dnia 6 kwietnia 1990 r. o Policji (Dz. U. z 2023 r. poz. 171, ze zm.)
3. Ustawa z 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe (Dz. U. z 2022 r. poz. 2324 ze zm.).
4. Ustawa z dnia 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych (Dz. U. z 2022 r. poz. 1467 ze zm.).
5. Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz. U. z 2023 r. poz. 646 ze zm.).

6. Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (Dz. U. z 2023 r. poz. 681 ze zm.).
7. Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz. U. z 2023 r. poz. 188.).
8. Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz. U. z 2023 r. poz. 646).
9. Ustawa z dnia 23 sierpnia 2007 r. o przeciwdziałaniu nieuczciwym praktykom rynkowym (Dz. U. z 2017 poz. 2070 ze zm.).
10. Ustawa z dnia 16 października 2019 r. o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. z 2019 r. poz. 2217).
11. Ustawa z dnia 7 lipca 2022 r. o finansowaniu społecznościovym dla przedsięwzięć gospodarczych i pomocy kredytobiorcom (Dz. U. z 2023 r. poz. 414).
12. Rozporządzenie Ministra Finansów, Funduszy i Polityki Regionalnej z dnia 18 listopada 2020 r. w sprawie sposobu, trybu o oraz warunków prowadzenia działalności przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych (Dz. U. z 2020 poz. 2103).
13. Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 14 grudnia 2022 r. w sprawie opłat na pokrycie kosztów nadzoru nad rynkiem kapitałowym (Dz. U. z 2022 r. poz. 2748).
14. Uchwała Rady Ministrów z dnia 1 października 2019 r. w sprawie przyjęcia Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego (Dz. U. z 2019 poz. 1027).
15. Rządowy projekt ustawy finansowaniu społecznościovym dla przedsięwzięć gospodarczych, numer z wykazu: UC76.

Francja

1. Kodeks monetarny i finansowy
https://www.legifrance.gouv.fr/codes/section_lc/LEGITEXT000006072026/LEGISCTA000006139972/#LEGISCTA000044192594 [dostęp: 14.03.2023],

2. Dekret 2016-799 z dnia 16 czerwca 2016 roku w sprawie obowiązku ubezpieczenia odpowiedzialności zawodowej doradców i pośredników finansowania społecznościowego
<https://www.legifrance.gouv.fr/jorf/id/JORFTEXT000032719440>[dostęp: 14.03.2023].
3. Rozporządzenie nr 2014-559 z dnia 30 maja 2014 roku w sprawie finansowania społecznościowego
<https://www.legifrance.gouv.fr/loda/id/JORFTEXT000029008408> [dostęp: 14.03.2023].

Finlandia

Fińska ustawa o finansowaniu społecznościowym 734/2016 z dnia 25 sierpnia 2016 r.] <https://finlex.fi/fi/laki/kaannokset/2016/en20160734.pdf> [dostęp: 12.03.2023 r.].

Hiszpania

Ustawa 5/2015 z dnia 27 Kwietnia 2015 r. o wspieraniu finansowania działalności gospodarczej] (BOE no 101, 28 kwietnia 2015, str. 36599- 36684).

Niemcy

Ustawa towarzysząca wdrożeniu Rozporządzenia (UE) 2020/1503 oraz wdrożeniu Dyrektywy UE 2020/1504 w sprawie regulacji podmiotów świadczących usługi finansowania społecznościowego
https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Gesetzestexte/Gesetze_Gesetzesvorhaben/Abteilungen/Abteilung_VII/19_Legislaturperiode/2021-06-10-Schwarmfinanzierung-BegleitG/0-Gesetz.html [dostęp: 31.03.2023 r.].

Słowacja

Ustawa o giełdzie papierów wartościowych (429/2002 Coll)
<https://nbs.sk/en/dohlad-nad-financnym-trhom/legislative/legislative/detail->

dokumentu/act-no-566-2001-coll-on-securities-and-investment-services-securities-act/ [dostęp: 11.11.2022 r.] .

Szwecja

1. Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi (1991:980) https://www.riksdagen.se/sv/dokument-lagar/dokument/svensk-forfattningssamling/lag-1991980-om-handel-med-finansiella_sfs-1991-980 [dostęp: 16.03.2023 r.].
2. Ustawa o spółkach (2005:551) https://www.riksdagen.se/sv/dokument-lagar/dokument/svensk-forfattningssamling/aktiebolagslag-2005551_sfs-2005-551 [dostęp: 12.03.2023 r.].
3. Ustawa o papierach wartościowych (2007:528) https://www.riksdagen.se/sv/dokument-lagar/dokument/svensk-forfattningssamling/lag-2007528-om-vardepappersmarknaden_sfs-2007-528 [dostęp: 16.03.2023 r.].

USA

Jumpstart Our Business Startups Act (126 STAT. 306) 2012 <https://www.congress.gov/112/plaws/publ106/PLAW-112publ106.pdf> [dostęp: 19.02.2023 r.].

Wielka Brytania

Ustawa o usługach i rynkach finansowych 2000 <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/contents> [dostęp: 19.02.2023 r.].

Włochy

1. Ustawa numer 221 z dnia 17 grudnia 2012 r. <http://www.normattiva.it/uri-res/N2Ls?urn:nir:stato:decreto.legge:2012-10-18;179!vig=> [dostęp: 12.03.2023 r.].
2. Ustawa nr 99 z dnia 9 sierpnia 2013 r. <http://lexitalia.it/leggi/2013-99.htm> [dostęp: 12.03.2023 r.].

3. Ustawa nr 33 z dnia 24 marca 2015 r. <https://www.normattiva.it/uri-res/N2Ls?urn:nir:stato:decreto.legge:2015-01-24;3!vig=> [dostęp: 12.03.2023 r.].
4. Rozporządzenie nr 18592 z dnia 26 czerwca 2013 r., <https://www.consob.it/web/consob-and-its-activities/laws-and-regulations/documenti/english/laws/reg18592e.htm> [dostęp: 12.03.2023 r.].

V. Orzecznictwo

1. Wyrok TSUE z 21.02.1979 r. w sprawie C-138/78 Hans-Markus Stölting przeciwko Hauptzollamt Hamburg-Jonas, ECR 1979.
2. Wyrok TSUE z 21.02.1990 r. w sprawie C-267–285 Gustave Wuidart i inni przeciwko Laiterie coopérative eupenoise société coopérative i inni, ECR 1990.
3. Wyrok TSUE z 19.11.1998 r. w sprawie C-162/97 wydany w związku z postępowaniem karnym przeciwko Gunnar Nilsson, Per Olov Hagelgren i Solweig Arrborn, EUR-Lex - 61997CJ0162 – PL.
4. Wyrok TSUE z 25.11.1998 r. w sprawie C-308/97 Giuseppe Manfredi przeciwko Regione Puglia, EUR-Lex - 61997CJ0308 – PL.
5. Wyrok TSUE z 24.11.2005 r., C-136/04, Deutsches Milch-Kontor GmbH V. Hauptzollamt Hamburg-Jonas, Zotsis 2005, nr 11, poz. I-10095.
6. Wyrok TSUE z 27.09.2007 r., C-409/04, Teleos Plc I Inni V. Commissioners Of Customs & Excise, Zotsis 2007, nr 8-9B, poz. I-7797.
7. Wyrok TSUE z 2.04.2009 r., C-134/08, Hauptzollamt Bremen V. J. E. Tyson Parketthandel GmbH Hanse J., Zotsis 2009, Nr 4A, Poz. I-2875..
8. Wyrok TSUE z 19.06.2018 r., C-15/16, Bundesanstalt Für Finanzdienstleistungsaufsicht V. Ewald Baumeister, Zotsispi 2018, nr 6, poz. I-464.
9. Opinia rzecznika generalnego V. Trstenjak z 8 marca 2011 r. w sprawie C-10/10 – Komisja Europejska v. Republika Austrii, EUR-Lex - 62010CC0010 – PL.
10. Wyrok SN z 23.06.2020 r., V CSK 506/18, OSNC 2021, nr 5, poz. 34.
11. Postanowienie SN z 17.04.2018 r., IV KK 296/17, OSP 2019, nr 2, poz. 15.
12. Wyrok SA w Krakowie z 16.01.2020 r., I ACa 1049/18, LEX nr 3036474.

13. Decyzja KNF z dnia 7.06.2022 r. o sygnaturze DSP-DSPZNA.418.25.2022.LB
wydana po przeprowadzeniu postępowania administracyjnego względem
Canpharm P.S.A z siedzibą we Wrocławiu
[https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Komunikat_dot_zastosowania_a
rt_16_ust_1_pkt_2_i_3_wobec_spolki_Canapharm.pdf](https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Komunikat_dot_zastosowania_art_16_ust_1_pkt_2_i_3_wobec_spolki_Canapharm.pdf) [dostęp: 31.03.2023 r.].

Tabele oraz wykresy

Tabela nr 1

Treść pytania	Jakie są ogólne spostrzeżenia Platformy na temat Rozporządzenia 2020/1503 oraz jego wpływu na rynek crowdfundingu inwestycyjnego?	Czy zdaniem Platformy model regulacji prawnej przyjęty w Rozporządzeniu 2020/1503 spełnia kryterium proporcjonalności, zachowując równowagę między interesem publicznym a interesem operatorów platform crowdfundingu inwestycyjnego? Dlaczego?	Które z obowiązków nałożonych przez Rozporządzenie 2020/1503 Platforma ocenia jako nadmiarowe lub nadmiernie dolegliwe z punktu widzenia Platformy, właściciela projektu oraz inwestora?	Które z rozwiązań wprowadzonych przez Rozporządzenie 2020/1503 Platforma ocenia jednoznacznie pozytywnie?	Które z rozwiązań wprowadzonych przez Rozporządzenie 2020/1503 Platforma ocenia jednoznacznie negatywnie?
Platforma 1	Dziś jeszcze ciężko stwierdzić jaki będzie miało wpływ, na pewno uregulowanie rynku i uspołnienie na poziomie UE jest dobrym zjawiskiem. Z drugiej strony poziom kryteriów, które trzeba spełniać (które przekładają się na koszty) nie jest proporcjonalny do modelu działania i celu, jaki powinien spełniać crowdfunding (wsparcie projektów na wczesnym etapie).	Mamy wrażenie, że część zapisów została stworzona na wyrost. Zresztą to wyniki z genezy powstawania rozporządzenia. W momencie, kiedy PE zaczął rozmawiać o rozporządzeniu i uregulowaniu rynku w Europie było kilka platform i regulator patrzył na tworzenie prawa z perspektywy kilku dużych podmiotów, które będą funkcjonowały na całej UE i będą realizowały masowo kampanie. Po niemal 10 latach rynek wygląda zgoła inaczej i oprócz bardzo dużych podmiotów są małe, często lokalne, które muszą spełniać te	Przede wszystkim wszystkie procesy związane z ciągłością utrzymania systemów IT oraz posiadania zabezpieczenia finansowego w kwocie 25.000 euro. W wypadku subemisji zbyt duża odpowiedzialność została przypisana operatorowi platformy. Pamiętajmy, że mamy do czynienia z projektami, a często także z zespołami, które są na początku drogi.	Przede wszystkim możliwość realizowania projektów w ramach całej UE, wprowadzenie tabeli ofert dla inwestorów oraz sam obowiązek uzyskania licencji spowoduje, że na rynku zostaną tylko podmioty pracujące z najwyższą jakością i starannością.	Ciężko ocenić jednoznacznie negatywne przed zebraniem praktycznego doświadczenia.

		same wymagania. To może być spora bariera dla rozwoju rynku w krajach, gdzie crowdfunding dopiero zaczyna funkcjonować.			
Platforma 2	Generalnie sam fakt wprowadzenia regulacji należy ocenić bardzo pozytywnie bo zwiększa zaufanie do rynku, ale problemem są rozbudowane wymagania dla platform naszym zdaniem idące zbyt daleko co bardzo komplikuje i zwiększa koszty funkcjonowania Platform oraz koszt procesu crowdfundingowego.	Regulacja obok bardzo dobrych mechanizmów (np. kwalifikacja Inwestorów, ostrzeżenia o ryzykach związanych z inwestowaniem) wprowadza bardzo rozbudowane obowiązki (np. raportowanie, rozbudowane regulacje wewnętrzne, rozbudowany proces uzyskania licencji) oraz konsekwencje finansowe i karne na Platformy wymagające ponoszenia dodatkowych, istotnych kosztów. Może to ograniczyć konkurencję na rynku co zwiększy koszty uzyskania kapitału tą drogą dla Emitentów i ograniczy ofertę dla Inwestorów oraz w konsekwencji zahamuje rozwój rynku. Jednak zabrakło wyważenia pomiędzy koniecznym zwiększeniem ochrony Inwestorów i wymogami regulacyjnymi (biurokratycznymi)	Platforma: Ostrożnościowe środki ochrony. Zakres obowiązków informacyjnych dla Platform na rzecz KNF. Inwestor: bezpośrednio nie widzimy, pośrednio ryzyko ograniczenia oferty na rynku Właściciel Projektu: bezpośrednio nie widzimy, pośrednio potencjalnie wyższe koszty procesu	Kwalifikacja Inwestorów i ostrzeżenia o ryzyku inwestowania w akcje w emisjach crowdfundingowych. Tablica ogłoszeń.	Ostrożnościowe środki ochrony. Zakres obowiązków informacyjnych dla Platform na rzecz KNF.

		właściwymi raczej dla podmiotów organizujących większe emisje a zwinnym, lekkim i szybkim działaniem dla podmiotów o małej skali działalności.			
Platforma 3	Założeniem Rozporządzenia 2020/1503 miało być ujednolicenie regulacji obowiązujących platform crowdfundingowe w całej Unii Europejskiej i wyeliminowanie ograniczeń w rozwoju tego rynku. Można jednak odnieść wrażenie, że wymogi nałożone w ramach Rozporządzenia 2020/1503 w połączeniu z podejściem polskiego ustawodawcy, a także nadzorcy - Komisji Nadzoru Finansowego, wpłyną jednak negatywnie na rentowność prowadzenia działalności platform crowdfundingowych w Polsce.	Zdaniem Platformy, model regulacji prawnej przyjęty w Rozporządzeniu 2020/1503 nie spełnia kryterium proporcjonalności. Nałożone przez Rozporządzenie 2020/1503 rygory stawiają operatorów platform crowdfundingu inwestycyjnego w sytuacji, w której dalsze prowadzenie działalności zgodnie z nowymi wymogami zagraża utrzymaniu rentowności usług świadczonych przez platformy. Wskazać tu należy np. konieczność utworzenia nowych komórek organizacyjnych, w tym o kompetencjach nadzorczych, upodabniając tym samym platformy crowdfundingowe do takich podmiotów nadzorowanych jak krajowe instytucje płatnicze czy towarzystwa funduszy inwestycyjnych. W Polsce należy wziąć pod uwagę	Dostawcy usług finansowania społecznościowego podejmują wszelkie stosowne działania w celu zapobiegania konfliktom interesów, ich identyfikowania, zarządzania nimi oraz ujawniania takich konfliktów interesów występujących między samymi dostawcami usług finansowania społecznościowego, ich akcjonariuszami lub udziałowcami, kadrą kierowniczą lub pracownikami, lub jakąkolwiek osobą fizyczną lub prawną z nimi powiązaną stosunkiem kontroli zdefiniowanym w art. 4 ust. 1 pkt 35 lit. b)	Zwiększenie ochrony inwestorów, co ma wpływ na wzrost zaufania klientów wobec całego rynku. Mimo konieczności wdrożenia zmian w procesach obsługi klientów, długofalowo powinno to przynieść efekty w postaci profesjonalizacji rynku i podejścia wobec klientów.	Ogólny charakter wymogów dotyczących outsourcingu w Rozporządzeniu 2020/1503, który sprawi, że nadzór wykonywany przez polskiego nadzorcę może mieć charakter nadmiarowy i rozszerzający, zbliżając nadzór nad platformami crowdfundingowym i do nadzoru nad instytucjami finansowymi. Wiąże się to z istnieniem wielu procedur, procesów i zaangażowania pracowników platformy w spełnienie wymogów stawianych przez Komisję Nadzoru Finansowego, np. wynikających z Komunikatu Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego z 23 stycznia 2020 r. dotyczącego przetwarzania przez podmioty nadzorowane informacji w chmurze obliczeniowej publicznej lub hybrydowej.

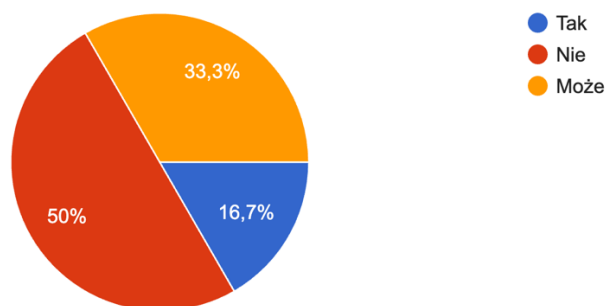
		także podejście nadzorcy - Komisji Nadzoru Finansowego, która w praktyce niektóre obowiązki nakładane na podmioty przez nią nadzorowane przez europejskiego lub polskiego ustawodawcę traktuje w sposób bardzo szczegółowy, a czasem nawet rozszerzający. Jednocześnie, znaczna liczba wymogów sprawia, że nadzór wykonywany przez Komisję będzie wymagał dużego zaangażowania pracowników platformy, czy to w ramach kontroli planowych, czy bieżącego nadzoru Komisji, przy czym będą to nie tylko pracownicy komórek o funkcjach nadzorczych, ale także kierownictwo platformy, kierownicy projektów, czy pracownicy sektora IT. Biorąc do tego pod uwagę tendencję Komisji do zwiększania liczby raportów okresowych i rocznych wobec podmiotów dotychczas nadzorowanych w ramach nadzoru bieżącego można nabrać dużych wątpliwości co do	dyrektywy 2014/65/UE, a ich klientami lub między klientami" - wszelkie stosowne działania mogą być interpretowane w sposób nadmiarowy przez polskiego nadzorcę. Właściciel projektu - zakres podmiotów i osób, których platforma nie może dopuścić jako właścicieli projektów. Inwestor - przeprowadzanie symulacji ich zdolności do ponoszenia strat, obliczonej jako 10 % wartości ich majątku netto na podstawie wskazanych w Rozporządzeniu 2020/1503 danych.	
--	--	--	--	--

		istnienia proporcjonalności między interesem publicznym a interesem operatorów platform crowdfundingu inwestycyjnego - w bieżącej sytuacji na niekorzyść tego drugiego.			
Platforma 4	Pozytywny. W odniesieniu do rynku PL - doświadczamy tego, że pewne platformy się pojawiają, pewne znikają. Rodzi to pewne zagrożenie pojawienia się samu, które negatywnie wpłynęłoby na cały rynek. Wg mojej wiedzy wszystkie platformy popierały transponowanie regulacji. Całkiem inną kwestią jest forma transponowania tych regulacji w postaci Ustawy o finansowaniu społecznościowym...	Tak. Samo rozporządzenie nie ingeruje ponadproporcjonalnie, pozostawiło także tzw. opcję narodową.	Ogólne zwiększenie odpowiedzialności platform rodzi dodatkowe koszty. Koszty, które muszą być przerzucone na płacącego klienta czyli startupy. Startupy, które co do zasady nie mają pieniędzy bo ich szukają w crowdfundingu właśnie :) Reasumując - obowiązki nie są nadmiernie dolegliwe, ale ograniczą dostęp do finansowania dla części startupów bo nie będzie ich stać na kampanię. Nadmiernie dolegliwe to są regulacje krajowe.	Wysoki limit kwotowy na uproszczonych zasadach.	Brak
Platforma 5	Na pewno rozporządzenie ucywilizuje w dłuższym terminie ten rynek. Jest wiele	Tak. Dobrze zabezpieczenie interesu publicznego, nawet kosztem dodatkowego nakładu	Rozporządzenie wydaje się równoważyć interesy operatorów, odbiorców i	Konieczność rejestracji działalności crowdfundingowej.	Brak

	problemów interpretacyjnych na obecnym etapie, ale z czasem zostaną przyjęte wspólne wytyczne.	biurokratycznego, spowoduje budowę zaufania na rynku crowdfundingu inwestycyjnego.	odpowiedniego nadzoru.		
Platforma 6	ECSP wprowadza znaczące obowiązki regulacyjne, nieprzystające niestety do specyfiki platform działających na polskim rynku. Także w skali ogólnoeuropejskiej skutki ECSP są dalekie od oczekiwanych.	Nie, nie spełnia. Trudno uznać za proporcjonalne chociażby wymogi dotyczące badania wiedzy i doświadczenia inwestorów (inwestor doświadczony/niedoświadczony), czy wymogi w zakresie zapewnienia ciągłości działania (BCP).	Uzupełniając [treść odpowiedzi na pytanie 1 – przyp. aut.] należy także wskazać, że same wymogi dot. treści stosownego wniosku o udzielenie zezwolenia są nadmiarowe i upodabniają w istocie wymogi dla platform do wymogów właściwych dla firm inwestycyjnych. Przykładowo zaskakujące jest również odwołanie do CRR w kontekście wyliczania ostrożnościowych środków ochrony, co znacząco komplikuje stosowne wyliczenia.	Wprowadzenie wymogu licencyjnego jako takiego (abstrahując od samego skomplikowania ew. wniosków oraz procesu licencyjnego). Z pewnością pozwoli to na "oczyszczenie" rynku z podmiotów, które tą działalnością nie powinny się zajmować, jednakże przyjęty gambit regulacyjny może w istocie zniechęcić do dalszego prowadzenia działalności także wiele wartościowych platform o ciekawych modelach biznesowych oraz ofercie.	Wymogi dot. tzw. zachęt, a właściwie zakaz ich przyjmowania i udzielania, co nijak nie przystaje chociażby do przyjętego na rynku polskim modelu dystrybucji tego typu produktów.

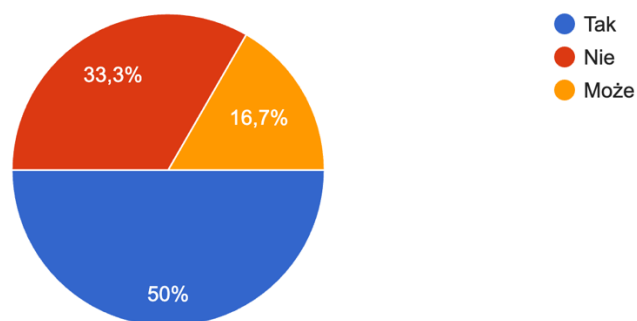
Wykres nr 1

Czy po uzyskaniu zezwolenia na prowadzenie działalności w charakterze dostawcy usług finansowania społecznościowego, Platforma planuje listować inne niż akcje papiery wartościowe?
6 odpowiedzi



Wykres nr 2

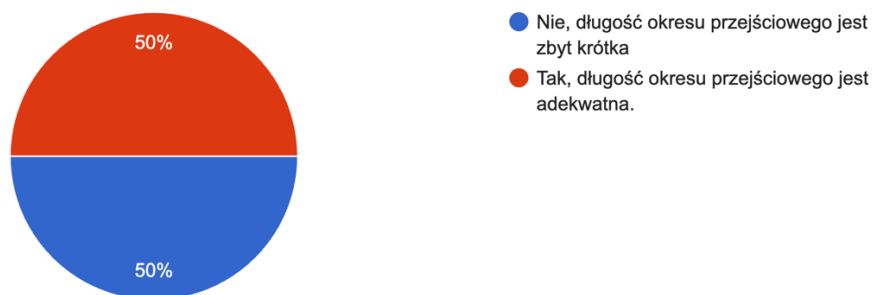
Czy po uzyskaniu zezwolenia na prowadzenie działalności w charakterze dostawcy usług finansowania społecznościowego, Platforma planuje przeprowadzać zbiórki transgraniczne?
6 odpowiedzi



Wykres nr 3

Czy zdaniem Platformy długość okresu przejściowego (kończącego się 10 listopada 2023 r.) jest adekwatna i wystarczająca na dostosowanie działań wynikających z Rozporządzenia 2020/1503?

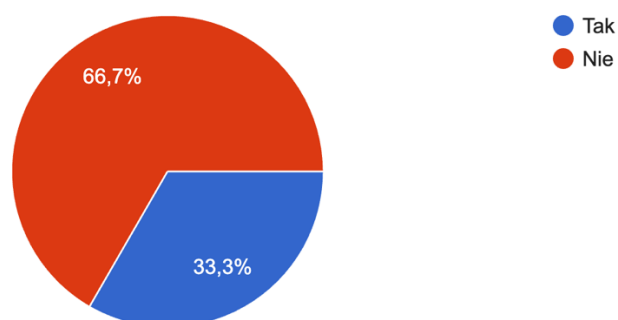
6 odpowiedzi



Wykres nr 4

Czy Platforma złożyła już wniosek o udzielenie zezwolenia na prowadzenie działalności w charakterze dostawcy usług finansowania społecznego? Proszę o odpowiedź na kolejne pytania:

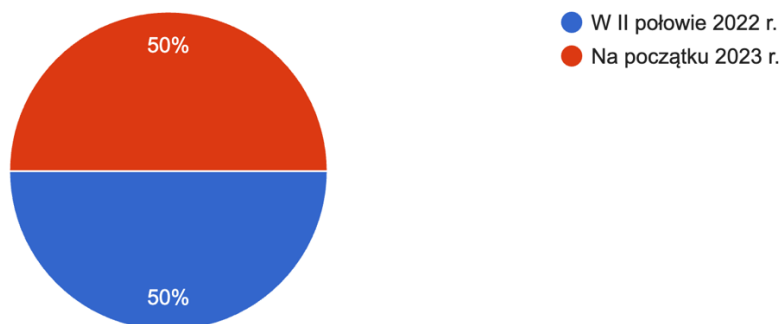
6 odpowiedzi



Wykres nr 5

Kiedy Platforma złożyła wniosek ECSP?

2 odpowiedzi



Wykres nr 6

Które elementy wniosku ECSP sprawiały Platformie największą trudność? Można zaznaczyć więcej niż 1 odpowiedź.

5 odpowiedzi

