

---

Maria LISSOWSKA\*

## Crowdfunding – zjawisko, problemy, regulacja<sup>1</sup>

---

**Streszczenie:** Celem artykułu jest przedstawienie crowdfundingu, nowej metody dostarczania funduszy tym, którzy ich potrzebują, oraz określenie potrzeby jego regulacji. Analiza wykorzystuje podejście teoretyczne rynków dwustronnych (*two sided markets* – Rochet i Tirole [2004]) i podejście ekonomii instytucjonalnej. Analizując zalety i ryzyka crowdfundingu podkreślono, że fundatorzy ponoszą znaczne ryzyko, a często, z powodu modelu biznesowego, w którym ich decyzje są całkowicie zastępowane przez platformę, nie są w stanie się przed nim zabezpieczyć. Jeśli chodzi o MSP, nie negując zalet łatwiejszego i prawdopodobnie tańszego dostępu do funduszy, podkreślono jednak znaczenie negatywnej selekcji i nielojalności po zawarciu transakcji, co jest szkodliwe nie tylko dla fundatorów, lecz również dla otrzymujących fundusze. Dodatkowo niektóre cechy fundatorów (często emocjonalne podejmowanie przez nich decyzji) i platform (ryzyko płynności i ryzyko upadłości platformy) zwiększają ryzyko uczestników tego typu biznesu, zarówno MSP jak i fundatorów. Znaczna przewaga siły negocjacyjnej platformy nad pozostałymi uczestnikami i rozbieżność interesów, biorąc pod uwagę, że platforma jest znacznie mniej narażona na ryzyko finansowe niż fundatorzy, tworzy specyficzną sytuację instytucjonalną, która nie pozwala na spontaniczne dostosowanie reguł działania platformy do rozbieżnych interesów uczestników. W tym kontekście rozważono możliwą przyszłą zharmonizowaną regulację crowdfundingu w sytuacji, kiedy obecnie nie podlega on specyficznej legislacji Unii Europejskiej. Podkreślono zwłaszcza potrzebę regulacji crowdfundingu pożyczkowego, która jest najmniej rozwinięta na poziomie poszczególnych państw. Poza ochroną fundatorów, która jest już brana pod uwagę w legislacji krajowej, Autorka artykułu sądzi, że również powinno się zapewnić odpowiednie miejsce ochronie otrzymujących fundusze.

**Słowa kluczowe:** crowdfunding, rynki dwustronne, bankowość, rynki finansowe

**Kody klasyfikacji JEL:** D02, D82, D85, G23

---

Artykuł nadesłany 10 sierpnia 2017 r., zaakceptowany 24 stycznia 2018 r.

---

\* Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Komisja Europejska; email: [lisso@sgh.waw.pl](mailto:lisso@sgh.waw.pl)

<sup>1</sup> Opinie wyrażone w tym artykule pochodzą wyłącznie od jego Autorki i w żadnej mierze nie odzwierciedlają opinii Komisji Europejskiej.

## Wprowadzenie

Okres następujący po kryzysie finansowym ujawnił problem finansowania gospodarstw domowych i działalności gospodarczej przez banki. Presja niespłacanych kredytów silnie ogranicza działalność kredytową banków w wielu krajach europejskich, co nakłada się na wprowadzone po kryzysie finansowym bardziej rygorystyczne wymagania co do wielkości kapitału własnego banków<sup>2</sup>. W związku z tym banki w większym stopniu kierują przepływy finansowe do innych podmiotów finansowych, co zostało wykazane w opublikowanym w 2015 r. przez Komisję Europejską *Europejskim raporcie o stabilności finansowej i integracji* [EFSIR, 2015: 17–21]. Jak stwierdzono, najbardziej narażone na ograniczenie finansowania przez banki były małe i średnie przedsiębiorstwa [EC, 2015d: 11]. Sytuacja taka utrudniała wyjście gospodarki europejskiej z recesji.

Trudność w pozyskiwaniu środków finansowych z banków przez gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa była jednym z motywów inicjatywy Unii Rynków Kapitałowych (Capital Markets Union), zaproponowanej przez Komisję Europejską w jesieni 2015 r. [EC, 2015a]. Zwrócono uwagę na to, że sytuacja pokryzysowa jest niekorzystna dla oszczędzających, z powodu niskich stop procentowych. Stąd z korzyścią dla nich byłoby lokowanie środków na rynkach kapitałowych, co dałoby wyższe przychody oszczędzającym i jednocześnie wsparłoby rozwój gospodarczy.

Jednym ze sposobów finansowania zaproponowanych w Unii Rynków Kapitałowych jest crowdfunding<sup>3</sup>. Oceniono, że jest to forma finansowania najbardziej dostępna dla MSP, które nie mogą sobie pozwolić na inne formy uczestnictwa w rynku kapitałowym, z powodu wymagań, którym nie mogą sprostać, choćby ze względu na koszty (np. koszt przygotowania prospektu emisyjnego). To prawda, że jakiegokolwiek finansowanie zewnętrzne zwiększa ryzyko działania przedsiębiorstwa<sup>4</sup>, tym niemniej małe, a zwłaszcza dopiero zaczynające swą działalność przedsiębiorstwo nie może się bez tego obyć. Zazwyczaj wspomaga się ono kredytem konsumenckim i środkami uzyskanymi od rodziny i przyjaciół, ale na ogół nie są to wystarczająco duże środki. Może aplikować o kredyt bankowy na rozwój, ale musi się liczyć z odmową, z powodu wysokiego ryzyka projektu i zwiększonej niechęci banków do podejmowania ryzyka po kryzysie finansowym. Może starać się o środki z funduszy venture capital lub od „aniołów businessu”, biorąc pod uwagę koszt i ogra-

<sup>2</sup> W roku 2013 wprowadzono nowe, bardziej rygorystyczne wymagania ostrożnościowe obowiązujące banki (Dyrektywa 2013/36 UE Parlamentu Europejskiego i Rady UE oraz Rozporządzenie 575/2013 Parlamentu Europejskiego i Rady UE, oba akty opublikowane w OJ L176 z 27.6.2013).

<sup>3</sup> Termin crowdfunding, według wiedzy Autorki tego artykułu, nie ma odpowiednika polskiego. W artykule używa się zatem nazwy angielskiej.

<sup>4</sup> Kilka lat temu na łamach *Gospodarki Narodowej* ukazał się artykuł *Low reliance on credit of Polish firms – blessing in financial crisis?* [Boguszewski, Lissowska, 2012].

niczenie swobody dysponowania przedsiębiorstwem. Jedną z możliwości do wykorzystania przez małe przedsiębiorstwo jest też crowdfunding.

Crowdfunding jest na razie marginalnie wykorzystywany w Polsce [Kozioł-Nadolna, 2015]. Tym niemniej w przyszłości jego zakres zastosowania będzie się na pewno zwiększać, jest więc odpowiedni moment, by zapoznawać się z doświadczeniami innych krajów, zwłaszcza europejskich.

W artykule opisano cechy crowdfundingu, uwzględniając także modele biznesowe, które pojawiły się w ostatnim czasie. Celem artykułu jest przedyskutowanie potrzeby regulacji tego fragmentu rynku finansowego. W tym celu przeprowadzono analizę zalet crowdfundingu i ryzyka dla poszczególnych jego uczestników (beneficjentów – w tym zwłaszcza małych i średnich przedsiębiorstw, fundatorów i samych platform). Na tym tle warto się zastanowić, jakie rodzaje ryzyka mogą być zneutralizowane przez spontaniczny rozwój wewnętrznych regulacji crowdfundingu. Postawiono hipotezę, że relacje siły pomiędzy uczestnikami crowdfundingu (znaczną przewagą platformy nad pozostałymi uczestnikami) uniemożliwiają spontaniczne rozwiązanie wszystkich pojawiających się problemów i pewien zakres regulacji jest konieczny.

Dane i rozważania zawarte w artykule ograniczono do krajów europejskich i do crowdfundingu ekonomicznego, mającego na celu inwestowanie środków fundatorów w pożyczki (crowdfunding pożyczkowy) lub udziały w kapitale podmiotów potrzebujących środków finansowych. W artykule nie podjęto tematu crowdfundingu charytatywnego lub mającego na celu uzyskanie przyszłych produktów oferowanych przez innowatorów lub twórców, zbierających tą metodą środki na wytworzenie tych produktów.

### **Pojęcie crowdfundingu i teorie użyteczne w jego analizie**

Crowdfunding (w dosłownym tłumaczeniu „finansowanie przez tłum”) polega na gromadzeniu środków finansowych na określone cele od dużej liczby fundatorów. Po przeciwnej stronie może być nawet jeden beneficjent (jak to ma miejsce w przypadku dotacji charytatywnej) lub, co najczęściej ma miejsce, większa liczba beneficjentów. Zasadniczą rolę w crowdfundingu odgrywa jednostka zwana platformą. Ten sposób organizowania przepływów finansowych rozwinął się szczególnie w związku z popularyzacją Internetu, bo platformy typowo opierają się na wykorzystywaniu tego narzędzia (w postaci platform Internetowych) [Dziuba, 2012: 84–88; Dziuba, 2015: 181]. Poza tą techniczną przyczyną rozwoju crowdfundingu mówi się, że wypełnia on lukę w istniejącej organizacji przepływów kapitałowych, na przykład umożliwiając korzystanie z nich podmiotom mającym poprzednio słaby do nich dostęp. Crowdfunding uzupełnia albo zastępuje poprzednio występujące metody organizacji przepływów kapitałowych [EC, 2015b: 2].

Rozważania teoretyczne na temat crowdfundingu opierają się na szerszej koncepcji rynków dwustronnych (*two sided markets*) [Rochet, Tirole 2004; Martens, 2016]. Platforma pozwala na spotkanie dwóch typów użytkowników

(dostarczycieli dóbr i zgłaszających zapotrzebowanie na nie). We współczesnej gospodarce występuje wiele platform internetowych. Najbardziej znane przykłady to Google, Amazon czy Ebay, a także tzw. portale randkowe.

Podstawową zaletą wszystkich platform internetowych jest ograniczanie kosztów transakcyjnych dla obu typów użytkowników, którzy, bez wykorzystywania platform, musieliby poświęcać wiele czasu i nakładów, by znaleźć partnerów przyszłej transakcji. Wynikiem działania platform są tzw. pośrednie efekty sieciowe (*indirect network effects*). Jednym z nich jest międzygrupowy efekt zewnętrzny (*cross-group external effect*), na przykład pomiędzy grupą fundatorów a grupą beneficjentów. Polega on na tym, że zwiększająca się liczba klientów po jednej stronie potencjalnej transakcji ma pozytywny skutek dla klientów po drugiej stronie (np. sprzedający odnoszą korzyść z rosnącej liczby kupujących a kupujący z rosnącej liczby sprzedających) [Martens, 2016: 10].

Platforma jest również sercem działalności crowdfundingowej, pozwalającym na spotkanie strony popytowej (potencjalnych beneficjentów) ze stroną podażową (fundatorami). Jednak model biznesowy platform crowdfundingowych różni się od modelu typowych platform umożliwiających poszukiwanie i kojarzenie partnerów w relacji jeden-do-jednego (jak Google, Amazon, Ebay). W ramach crowdfundingu ekonomicznego istnieją też różne modele biznesowe. Platforma jest zarządzana przez podmiot na ogół zarejestrowany jako przedsiębiorstwo i używa w zasadzie wyłącznie narzędzi elektronicznych do komunikacji z uczestnikami. Jej zadaniem jest zgrupowanie pewnej liczby fundatorów, którzy indywidualnie nie mogliby sfinansować projektów beneficjentów. Platforma akceptuje projekty do finansowania i organizuje proces łączenia fundatorów z projektami beneficjentów oraz przekazuje (lub organizuje przekazywanie) funduszy między nimi [Dziuba, 2012: 85–86].

Poza zewnętrznymi efektami międzygrupowymi w crowdfundingu występują również zewnętrzne efekty wewnątrzgrupowe [Belleflamme i in., 2015: 16–19; Belleflamme i in., 2016: 7–8]. W ramach grupy beneficjentów ma miejsce konkurencja o środki, więc ten efekt jest najczęściej negatywny. Może wystąpić efekt pozytywny, jeśli beneficjenci wykorzystują doświadczenia innych beneficjentów (jeśli takie są podawane do wiadomości). Fundatorzy w zasadzie uzyskują korzyści z rosnącej liczby fundatorów, ponieważ wówczas zwiększa się prawdopodobieństwo, że wybrany projekt zostanie sfinansowany. Mogą jednak wystąpić również pozytywne lub negatywne efekty zewnętrzne w grupie fundatorów wynikające z cech ich postępowania. Przykładem pozytywnego zewnętrznego efektu jest „pogoń za tłumem” (*herding*), bo wówczas wybór pewnego projektu przez innych fundatorów jest wspierany przez wybory następných. Może jednak wystąpić „jazda na gapę” (*free riding*), kiedy fundatorzy nie chcą partycypować w projekcie bliskim zbierania potrzebnych środków, licząc na to, że zrobią to za nich inni [Belleflamme i in., 2016: 7–8].

W crowdfundingu ekonomicznym (polegającym na udzielaniu pożyczek lub nabywaniu udziałów w kapitale) ma miejsce asymetria informacyjna między beneficjentami a fundatorami. Asymetria ta była już od dawna analizowana w kontekście relacji między pożyczkodawcami a pożyczkobiorcami [Stiglitz,

Weiss, 1992: 694–724; Mayer, 1994: 113]. Poza nieuniknionym ryzykiem samego finansowanego projektu pożyczkodawcy (fundatorzy, w kontekście crowdfundingu) są w gorszej sytuacji niż pożyczkobiorcy (beneficjenci), bo nie mają bezpośredniego dostępu do informacji o projekcie i mogą być ofiarami nierzetelności w przedstawianiu informacji przez beneficjentów [Sharpe, 1990]. Co więcej, fundatorzy mają również problem agencji, bo nie mogą monitorować tego, jak wykorzystane są zainwestowane przez nich środki. Asymetria informacyjna i wysokie koszty transakcyjne *ex-ante* (badania jakości projektu) były źródłem pośrednictwa finansowego [Bhattacharya, Thakor, 1993]. Dodatkową przyczyną pośrednictwa finansowego była oszczędność na kosztach transakcyjnych *ex-post*, czyli kosztach monitorowania wykorzystania środków, która to funkcja może być delegowana wyspecjalizowanemu pośrednikowi, jakim jest bank [Diamond, 1984].

W crowdfundingu poza asymetrią informacyjną między beneficjentami a fundatorami może dodatkowo pojawić się asymetria między każdym z nich a platformą (platforma może nie uzyskiwać wystarczających informacji od beneficjentów, ale może też ukrywać część informacji uzyskanych od beneficjentów i nie przekazywać ich fundatorom). Platformy odnoszą korzyści skali w gromadzeniu i analizie danych i korzyści te mogą przenosić się na uczestników, w postaci przekazywania bardziej wiarygodnej oceny projektów do finansowania. Z drugiej strony jednak, w miarę wzrostu ilości informacji gromadzonych przez platformę nasila się możliwość asymetrii informacji pomiędzy platformą a jej klientami.

Działanie platform może mieć wiele skutków negatywnych. Jednym z nich jest tendencja do koncentracji, wynikająca z pośredniego efektu sieciowego, którego siła jest z kolei zależna od liczby projektów, między którymi pośredniczy platforma. Jeśli, w toku walki konkurencyjnej, platforma preferuje jak najszybszy rozwój, może to skutkować przyjmowaniem do finansowania projektów o niższej wiarygodności [Belleflamme i in., 2015: 29]. Nie jest też jasna rola samej platformy, na przykład czy jest to tylko miejsce dokonywania transakcji, czy też platforma jest w tych transakcjach pośrednikiem. Jeśli zaś jest pośrednikiem, to jaka, w sytuacji silnej asymetrii informacji pomiędzy platformą a uczestnikami, jest odpowiedzialność platformy za transakcję, na zawarciu której wpływa. Jeśli platforma nie jest stroną transakcji, to nie ciąży na niej ryzyko straty. Może to wpływać na jej postępowanie.

Działanie crowdfundingu, jak każdego biznesu, jest oparte na umowach między uczestnikami i na wewnętrznych regułach postępowania. Zgodnie z klasyfikacją Williamsona [2000] reguły prywatne (kontrakty i zasady zarządzania) są podporządkowane obowiązującym w danej gospodarce ogólnym regułom nieformalnym i formalnym (prawu). W dalszej części artykułu przedstawiono reguły prawne potencjalnie mające zastosowanie do crowdfundingu i zachowanie platform w odniesieniu do nich. Specyfika platform crowdfundingowych (różny status prawny uczestników, niejasna rola samej platformy) powodują, że wiele reguł prawnych nie ma do nich zastosowania i potrzebne są reguły specjalne.

Wielu autorów twierdzi, że proces zmian instytucjonalnych jest zasadniczo endogeniczny, oddolny. Takie jest stanowisko Hayeka, a także Northa [1995, 1997]. North [1990: 83–91] opisuje proces zmian instytucjonalnych, wynikający z marginalnych dostosowań kontraktów do zmian w cenach, preferencjach, technologii, relacji kosztów, gustów. Zakłada się, że w zasadzie strony kontraktów mają taką samą siłę negocjacyjną<sup>5</sup>. North jednak zauważa, że proces zmian może być komplikowany na przykład przez relacje siły. Aby wykorzystać relacje siły, istniejące organizacje i działający na ich rzecz lobbysty mogą wywierać presję albo na tworzenie nowych reguł prawnych, albo na zachowanie istniejących, zależnie jak wygląda bilans wynikających z tego kosztów i korzyści dla nich<sup>6</sup>.

Instytucjonalizm prawny stoi na stanowisku, że oddolne kształtowanie reguł prawnych może nie wystarczać, choćby z uwagi na długotrwałość tego procesu i konieczność rozwiązywania ujawniających się w nim konfliktów [Hodgson, 2009: 146; Deakin i in., 2017: 190–191].

Obserwując dynamikę procesów legislacyjnych łatwo zauważyć grę interesów pomiędzy poszczególnymi uczestnikami lub ich grupami. Problem asymetrii siły negocjacyjnej i jej wpływu na wypracowywanie reguł prawnych jest szczególnie podkreślany przez instytucjonalizm historyczny, jak przedstawiają to Hall i Taylor [1996]. Odłam „funkcjonalny” ekonomicznej analizy prawa (Law and Economics) [Parisi, 2004: 265–266] także uważa, że przygotowywanie prawa jest oparte na grze interesów i siły.

W przypadku crowdfundingu widać różnicę siły negocjacyjnej pomiędzy platformą, która jest jednym podmiotem i takim, który określa reguły działania uczestników bez możliwości ich negocjacji, a bardzo wieloma uczestnikami. Co więcej, niektóre reguły organizacyjne (ograniczanie wartości zainwestowanego kapitału przez jednego fundatora, zastępowanie decyzji fundatorów przez platformę) pogłębia tę asymetrię siły. W takiej sytuacji spontaniczna zmiana reguł funkcjonowania platformy jest trudna, jeśli w ogóle możliwa.

### Modele crowdfundingu

Platformy są podstawą działalności crowdfundingowej, umożliwiają zeknięcia się popytu na środki finansowe (potencjalnych pożyczkobiorców i zarządzających projektami) ze stroną podażową (inwestorzy finansowi)<sup>7</sup>. Różne są też modele biznesowe platform crowdfundingowych.

<sup>5</sup> Jest to klasyczne założenie teorii gier często stosowane w rozważaniach na temat spontanicznej ewolucji instytucji.

<sup>6</sup> „To the degree that there are large payoffs to influencing the rules and their enforcement, it will pay to create intermediary organizations (trade associations, lobbying groups, political action committees) between economic organizations and political bodies to realize the potential gains of political change” [North, 1990: 87].

<sup>7</sup> W artykule przez inwestorów należy rozumieć inwestorów finansowych (fundatorów). Inwestorzy w sensie materialnym, czyli inicjujący inwestycje rzeczowe, będą nazywani, zgodnie

Platformy starają się zgromadzić możliwie dużą liczbę uczestników. Nawstawienie to może być źródłem tworzenia struktur cenowych, w których użytkownicy jednej strony subsydują użytkowników drugiej strony, jeśli celem jest przyciągnięcie klientów tej strony, która ma ich niedostateczną liczbę<sup>8</sup>. Podstawowa strategia cenowa polega na obciążaniu tylko jednej grupy uczestników (zazwyczaj beneficjentów) i to nie w momencie składania aplikacji, ale po uzyskaniu funduszy. Ma to na celu zachęcenie większej liczby potencjalnych beneficjentów. Fundatorzy wprawdzie nie są bezpośrednio obciążani, ale nie otrzymują odsetek wówczas, kiedy ich środki oczekują na alokację do jakiegoś projektu.

Platformy stosują również różne strategie niecenowe [Belleflamme i in., 2015; 2016]. Dwie podstawowe zasady gromadzenia środków proponowane beneficjentom to All-Or-Nothing (AON – wszystko albo nic) i Keep-it-All (KIA – zatrzymaj wszystko)<sup>9</sup>. Zasada AON oznacza, że beneficjent musi zadeklarować minimalną kwotę funduszy, którą chce uzyskać. W przypadku zasady KIA wszystkie gromadzone fundusze są przekazywane beneficjentowi.

Zasada AON może odstraszać beneficjentów, bo muszą liczyć się z niepowodzeniem akcji gromadzenia funduszy. Jednak przyjęcie takiej zasady jest dodatkową informacją dla fundatorów, którzy w ten sposób dowiadują się, jakiego finansowania spodziewa się beneficjent i czy jego przewidywania są realne. Zasada AON może zmniejszać konkurencję między beneficjentami.

Finansowanie w ramach crowdfundingu jest w zasadzie peer-to-peer, bez ograniczania uczestników do osób fizycznych lub osób prawnych. Obydwa typy podmiotów mogą być zarówno fundatorami, jak i beneficjentami. Jest to zasadnicza trudność w stosowaniu legislacji europejskiej, która na ogół dotyczy określonej grupy podmiotów. Na przykład w odniesieniu do crowdfundingu pożyczkowego legislacja europejska chroniąca konsumentów (np. dyrektywa o kredycie konsumenckim<sup>10</sup>, dyrektywa o kredycie hipotecznym<sup>11</sup>, czy dyrektywa o sprzedaży usług finansowych na odległość<sup>12</sup>), która dotyczy tylko takiej sytuacji, gdy odbiorcą produktów finansowych jest osoba fizyczna, a dostawcą świadczący profesjonalne usługi, ma zastosowanie tylko do niektórych transakcji spośród obsługiwanych przez takie platformy.

W przypadku niektórych platform łączenie fundatorów i potrzebujących środków odbywa się całkowicie przez platformę, z wyłączeniem decyzji indywidualnych uczestników, a transfer środków zachowuje anonimowość obu stron [Milne, Parboteeah, 2016: 5]. Decyzja o finansowaniu może być oparta

---

z terminologią przyjętą w tej dziedzinie, beneficjentami, menedżerami projektów, lub w skrócie projektami.

<sup>8</sup> Zazwyczaj platformy crowdfundingowe nakładają opłaty tylko na poszukujących funduszy, którzy w związku z tym subsydują fundatorów.

<sup>9</sup> Niektóre źródła cytują również zasadę All-and-More (wszystko i więcej) [Dziuba, 2015: 185].

<sup>10</sup> Dyrektywa 2008/48/EC OJ L133 z 22.05.2008.

<sup>11</sup> Dyrektywa 2014/17/EU OJ L60 z 28.02.2014.

<sup>12</sup> Dyrektywa 2002/65/EC OJ L271 z 9.10.2002.

na automatycznej optymalizacji portfeli fundatorów lub może być podejmowana przez wybór dokonywany przez przedstawicieli platformy. Niektóre źródła wskazują, że automatyzacja decyzji dotyczy 82% udzielanych w crowdfundingu kredytów konsumenckich, 78% handlu fakturami i 38% udzielanych kredytów dla przedsiębiorstw [Zhang i in., 2016: 20]. Jest to zasadnicza zmiana relacji między platformą a uczestnikami. W takiej sytuacji platforma nie jest tylko miejscem spotkania uczestników, nawet trudno ograniczyć jej rolę do pośrednictwa, gdyż trudno określić zupełnie biernych fundatorów jako świadomych pożyczkodawców lub inwestorów finansowych. Ich rola jest raczej podobna do biernych deponentów bankowych. Jednak platforma, w przeciwieństwie do banku, nie jest stroną kontraktu kredytowego i nie ponosi ryzyka finansowego transakcji. Platforma jest jedyną aktywną w selekcjonowaniu beneficjentów i ich łączeniu z fundatorami, lecz ryzyko transakcji jest ponoszone przez strony transakcji, mimo że mogą one być sobie zupełnie nieznane. Jak widać, problem odpowiedzialności platformy i reguł jej funkcjonowania nabiera coraz większego znaczenia w miarę zmian rozwiązań organizacyjnych.

Nie jest to jedyny model crowdfundingu. Platforma tradycyjnie tylko ułatwiała (i w dużej mierze nadal ułatwia) poszukiwanie celów finansowania przez fundatorów, którzy samodzielnie podejmowali decyzje [Milne, Parboteeah, 2016: 13]. Fundatorzy mogą opierać się na informacjach o przedmiotach finansowania dostarczonych przez platformę, lecz mogą też samodzielnie poszukiwać takich informacji. W tym modelu występują wyższe koszty transakcyjne (koszty poszukiwania i podejmowania decyzji przez użytkowników, koszty dostarczania informacji przez platformę). Problem asymetrii informacyjnej pomiędzy fundatorami a projektami nie jest rozwiązany, gdyż od beneficjentów zależy, jakie informacje przekażą platformie, a platforma może te informacje uzupełniać i sprawdzać lub nie. Od platformy też zależy, jaki zakres informacji przedstawia fundatorom. W interesie platformy jest unikanie „jazdy na gapię” (*free raiding*) przez fundatorów, w postaci wykorzystywania informacji uzyskanych od platformy, lecz zawierania transakcji poza nią. Ryzyko takie istnieje, kiedy jest znana nazwa projektu do sfinansowania.

W literaturze podkreśla się, że jedną z potencjalnych zalet platform crowdfundingowych jest wykorzystywanie „mądrości tłumu” w sensie kolektywnego identyfikowania najbardziej obiecujących projektów i innowacji [Belleflamme i in., 2016: 30–32]. Jednak biorąc pod uwagę rosnącą pasywność fundatorów (przynajmniej w przypadku platform pożyczkowych i automatyzacji decyzji zastępujących fundatorów) ta zaleta może się nie ujawniać lub nie mieć znaczenia w podejmowaniu decyzji.

Różnicowanie modeli biznesowych platform powoduje, że ich regulacja jest bardzo trudna. W pewnej mierze regulują się one same, w każdym razie w zakresie swoich interakcji z klientami. Fundatorzy powinni być zaznajomieni z regułami dotyczącymi stosunków platformy z nimi i jej kontaktów z beneficjentami oraz wymagań względem nich (np. w jaki sposób przeprowadzana jest ocena jakości projektu). W przypadku pożyczek, na rynku



spotyka się formy kontraktów między stronami, których osobowość nie jest jawna. Stosowane jest ograniczanie środków, które mogą być zainwestowane przez jednego fundatora, co jest jednym ze sposobów ochrony przed ryzykownymi decyzjami. Możliwe jest alokowanie środków fundatorów w małych częściach do różnych projektów, co ma na celu ograniczenie ryzyka, ale zmniejsza świadomość istnienia relacji bilateralnej między stronami. Wykonywanie kontraktów jest całkowicie zarządzane przez platformę. Fundatorzy mogą mieć indywidualne rachunki, z których przelewane są środki do poszczególnych projektów, i na które spływają spłaty. Rachunki te w pewnych modelach biznesowym są obsługiwane przez podmioty trzecie, będące autoryzowanymi podmiotami płatniczymi, a w innych są obsługiwane przez samą platformę.

Jak widać, działanie platformy z jednej strony przypomina działanie banku, a z drugiej strony – działanie rynków kapitałowych. Występują jednak znaczne różnice w stosunku do tych dwóch sposobów pośrednictwa finansowego. Pierwsza różnica polega na tym, że crowdfunding nie jest regulowany przez legislację europejską, w przeciwieństwie do silnego uregulowania zarówno działalności bankowej, jak i rynków kapitałowych. Jednak niektóre regulacje europejskie mają częściowo zastosowanie do crowdfundingu. W wielu krajach istnieje też ustawodawstwo specyficznie skierowane do crowdfundingu. W dalszej części artykułu, krótko przedstawiono te regulacje.

Podobnie jak bank, platforma crowdfundingowa jest podmiotem gromadzącym środki od stron trzecich (jak ma to miejsce w przypadku depozytów) i przekazującym je do indywidualnych beneficjentów. Jednak, w przeciwieństwie do banku, platforma nie bierze udziału w kontraktach pożyczkowych czy inwestycyjnych i nie ponosi ryzyka kredytowego czy inwestycyjnego, choć rzeczywiście odgrywa mniej lub bardziej aktywną rolę w selekcjonowaniu projektów i ich łączeniu z fundatorami. Środki fundatorów, w przeciwieństwie do posiadaczy depozytów bankowych, nie mają ochrony przed stratą [Milne, Parboteeah, 2016: 4, 12].

Pewne rodzaje działalności platform są podobne do infrastruktury rynków kapitałowych. Akceptują one projekty do finansowania, tak jak to robią odpowiednie komisje akceptujące emisje akcji czy obligacji na rynkach finansowych. Jednak projekty, jako małe, nie opracowują prospektów emisyjnych i ocena ich standingu finansowego jest dokonywana na podstawie znacznie bardziej ograniczonych danych. Możliwość oceny zdolności kredytowej przez platformę mogą być zdecydowanie mniejsze niż w przypadku banku lub komisji akceptującej emisję, choć stosowanie automatycznych narzędzi scoringowych i danych zewnętrznych może to poprawiać.

Platforma nie jest więc ani mini-bankiem ani mini-rynkiem kapitałowym. Nie zapewnia ona ochrony uczestników przed ryzykiem w takim stopniu, jak tamte dwa sposoby organizowania przepływów kapitałowych. W literaturze podkreśla się zazwyczaj ryzyko fundatorów (pożyczkodawców, inwestorów finansowych) [FSUG, 2015]. Jednak, jak pokazano dalej, projekty finansowane przez crowdfunding również podlegają ryzyku.

## Wielkość i rozwój crowdfundingu

Nie ma jednolitej statystyki pochodzącej z oficjalnych biur statystycznych na temat crowdfundingu. Dane pochodzą z udzielanych przez platformy odpowiedzi na przysyłane do nich ankiety. Zakres ankiet (liczba platform, teren, z którego pochodzą) różni się, stąd też dane są trudno porównywalne. Wobec tego można wyciągnąć z nich tylko dość ogólne wnioski co do cech zjawiska i jego trendu.

Według badania przeprowadzonego na zlecenie Komisji Europejskiej [EC, 2015c: 21–35] w Unii Europejskiej 31 grudnia 2014 r. zidentyfikowano 510 aktywnych platform crowdfundingowych. Najpopularniejsze były platformy nastawione na osiąganie gratyfikacji (*rewards*)<sup>13</sup> – w Unii Europejskiej było ich 155. Drugi typ najbardziej popularnych platform to te, które miały na celu finansowanie udziału w kapitale (*funding equity*) – było ich 114, następnie platformy udzielające pożyczek ze zgromadzonych środków – 107. W Unii Europejskiej były też 94 platformy gromadzące dotacje i darowizny. Według badania przeprowadzonego dla Komisji Europejskiej liczba platform szybko rosła (o 23,2% w porównaniu 2013 r.). Najwięcej platform było zarejestrowanych w Wielkiej Brytanii (i tam też platformy są największe), następnie we Francji, Niemczech, Holandii i Włoszech.

Jeśli chodzi o projekty finansowane za pośrednictwem wyżej wymienionych platform, pomyślnie sfinansowanych było 206 908 o łącznej wartości 2,3 mld EUR. Średnia wartość projektu wynosiła 10 000–12 000 EUR dla wszystkich typów platform. Większość projektów była niskiej wartości, jednak pewna ich część dotyczyła większych wartości – 120 000–180 000 EUR. Większość projektów pochodziła od MSP, ale miało również miejsce finansowanie kredytów dla gospodarstw domowych. Większość finansowanych projektów pochodziła z kraju, w którym zarejestrowane były odpowiednie platformy. Wartość finansowania transgranicznego, prawie wyłącznie w postaci pożyczek, wynosiła 117 mln EUR (ale wzrosła o 87,3% w porównaniu z 2013 r.).

Przeciętna wartość projektu finansowanego w crowdfundingu kapitałowym była znacznie wyższa niż w crowdfundingu pożyczkowym (260 000 EUR w 2014 r.) [EC, 2015c: 33]. Finansowanie to widocznie dotyczyło większych projektów.

Według innego, nowszego, badania przeprowadzonego w maju–czerwcu 2016 r. przez Cambridge Centre for Alternative Finance i firmę Nesta wartość alternatywnego rynku finansowego w Europie wynosiła 5 431 mln EUR, w tym największy rynek miała Wielka Brytania (4 412 mln EUR, 81% rynku). Następne w kolejności były rynki Francji (319 mln EUR), Niemiec (249 mln EUR) i Holandii (111 mln EUR). Wartość całego rynku wzrosła o 92% w porównaniu z 2014 r. [Zhang i in., 2016: 24–28]. Według tego źródła najbardziej popularne poza Wielką Brytanią jest finansowanie kredytów konsumenckich

<sup>13</sup> Są to platformy, za pomocą których osoby wpłacają pieniądze, żeby uzyskać niefinansową gratyfikację (np. pierwsze wydanie dzieł artysty, nowoczesny produkt jeszcze nieosiągalny na rynku).

(366 mln EUR), następnie kredytów dla biznesu (212 mln EUR), a dalej finansowanie udziału w kapitale (159 mln EUR), crowdfunding dla gratyfikacji (139 mln EUR) i sprzedaż należności, czyli handel fakturami (81 mln EUR). Ogólna wartość finansowania uzyskanego przez przedsiębiorstwa poza Wielką Brytanią wyniosła 536 mln EUR. Według tego samego źródła występuje duża różnica w przeciętnej wielkości projektów. Dla projektów finansowanych przez udział w kapitale było to około 459 000 EUR, podczas gdy dla finansowania pożyczek dla przedsiębiorstw – poniżej 100 000 EUR (a dla kredytów konsumenckich niehipotecyjnych 10 000 EUR). Te wielkości zmieniają się, ale ciągle największe są projekty polegające na finansowaniu udziału w kapitale.

Zakres ankiety w tym badaniu różnił się od poprzedniego (objęto 367 platform i alternatywnych pośredników finansowych, w 32 krajach europejskich i pozaeuropejskich). Tym niemniej wnioski co do wzrostu i struktury geograficznej tej formy finansowania są podobne.

Crowdfunding jest ciągle w fazie początkowego wzrostu. W roku 2014 jego wartość w skali Unii Europejskiej odpowiadała 0,02% wszystkich kredytów dla przedsiębiorstw niefinansowych i gospodarstw domowych [EFSIR, 2015: 16]. W roku 2015 było to około 0,1% kredytów dla przedsiębiorstw niefinansowych [EFSIR, 2016: 23]. Biorąc pod uwagę różnice w źródłach danych można powiedzieć, że zakres crowdfundingu jest nadal ograniczony, poza niektórymi krajami (Wielka Brytania i kraje bałtyckie).

### **Ryzyko dla inwestorów i platform**

Ponieważ crowdfunding jest biznesem dwustronnym i istnieje pośredni efekt sieciowy (zależność między interesami fundatorów i projektów), bezpieczeństwo inwestorów wpływa na reputację platform i na funkcjonowanie biznesu jako takiego. Jak wspomniano, poszukujący środków finansowych (w tym MSP) korzystają z tego, że liczba fundatorów jest dostateczna i powinni być zainteresowani w ich poczuciu bezpieczeństwa. Z tego powodu postrzeganie platform i crowdfundingu przez fundatorów i faktyczne ryzyko, jakie oni ponoszą, decyduje o przyszłości tego biznesu.

Motywacje fundatorów są różne. Biorąc pod uwagę, że obecnie stopy odsetkowe są niskie, mogą oni poszukiwać lokat przynoszących większe przychody, w tym inwestycji na rynkach kapitałowych. Powód, dla którego wybierają oni crowdfunding zamiast zakupu papierów wartościowych może być emocjonalny – zainteresowanie konkretnym projektem (w sytuacji, gdy cechy projektu są podane do ich wiadomości i mogą sami wybierać) lub tym innowacyjnym sposobem finansowania. Według wyników badań, dla około 60% fundatorów podstawowa jest motywacja emocjonalna. Podejmują oni decyzje szybko i mogą podlegać zachowaniu stadnemu. Tym niemniej, fundatorzy nie wykazują zachowań typowych dla graczy. Większość z nich (około 60%) inwestuje mniej niż 10% oszczędności poprzez crowdfunding [EC, 2015b: 4].

Są bardziej zainteresowani bezpieczeństwem niż przychodem, choć nie mają szczególnie wysokiej awersji do podejmowania ryzyka.

Zidentyfikowano wiele rodzajów ryzyka związanego z crowdfundingiem [FSUG, 2015]. Najpoważniejszym ryzykiem dla inwestorów jest niepowodzenie finansowanego projektu. Może to wynikać z jego obiektywnej ryzykowności (co jest trudne do uniknięcia w przypadku przedsiębiorstw zaczynających działalność – start-up), ale również z powodu asymetrii informacji między projektami a fundatorami (lub platformą, jako ich reprezentantem). Ryzyko niepowodzenia projektów jest postrzegane jako potencjalne, ale nie zostało dotychczas potwierdzone w praktyce, z powodu zbyt krótkiej historii działalności crowdfundingowej<sup>14</sup>.

Platformy na ogół przeprowadzają badanie ryzykowności projektów przyjmowanych do finansowania (podobnie jak przeprowadzana jest ocena zdolności kredytowej przez banki i ocena emisji papierów wartościowych na rynkach kapitałowych). Duża część proponowanych projektów (70–99%) jest odrzucona [EC, 2015b: 6]. Jednak jakość oceny powodzenia projektu może być niższa niż w przypadku analizy bankowej, gdyż jej przeprowadzenie wiąże się z kosztami i wymaga wysokich kwalifikacji. W sytuacji konieczności oceny dużej ilości małych projektów, jak to ma miejsce w crowdfundingu, dobra jakość oceny oznaczałaby bardzo wysokie koszty<sup>15</sup>.

Jeśli fundatorzy samodzielnie selekcionują projekty, które chcą finansować, podlegają oni wysokiej asymetrii informacyjnej, i to nie tylko w stosunku do projektów, ale również w stosunku do platformy, która przekazuje dane pomiędzy projektami i fundatorami i może nie być zainteresowana w wymaganiu podawania przez projekty pełnych i wiarygodnych danych oraz ich weryfikowaniu (choćby z powodu dodatkowych kosztów).

W modelu biznesowym, w którym fundatorzy nie decydują o przeznaczeniu swoich środków, ponoszą oni ryzyko, lecz nie mogą nic zrobić, by ograniczyć je *ex ante*. To nie oni kwalifikują projekty do finansowania i nie oni decydują, gdzie będą ulokowane fundusze. Platforma selekcionuje projekty i podejmuje decyzje o finansowaniu, lecz nie jest odpowiedzialna za ryzyko, na które naraża fundatorów. W pewnym stopniu ryzyko fundatorów może być ograniczone przez zróżnicowanie projektów przyjmowanych do finansowania przez platformę. Wówczas podstawowym sposobem ograniczania ryzyka jest dzielenie środków fundatorów pomiędzy różne projekty, o czym w tym modelu biznesowym decyduje platforma, a nie fundatorzy [Milne, Parboteeah, 2016: 5].

Asymetria informacyjna może powiększać ryzyko fundatorów na dwa sposoby. Po pierwsze, może ona być źródłem negatywnej selekcji projektów. Jeśli informacja *ex ante* jest niewystarczająca, gorsze projekty (o obiektywnie niż-

<sup>14</sup> Jednak wiadomo, że część finansowanych projektów nie osiąga zamierzonych celów.

<sup>15</sup> Ocena może być też przeprowadzana poprzez modele scoringowe i przy wykorzystaniu danych z różnych źródeł zewnętrznych. Jednak jest to ocena mniej miarodajna niż standardowa ocena standingu finansowego i powodzenia projektu.

szych przychodach lub wyższym ryzyku) mogą być wybierane do finansowania. Sytuacja taka może mieć miejsce częściej, jeśli platforma nie ponosi ryzyka i z tego powodu nie jest zainteresowana starannym wyborem projektów. Może też mieć miejsce konflikt interesów pomiędzy platformą i finansowanymi projektami (np. osobiste zaangażowanie menedżerów platform w niektóre projekty), co zwiększa ryzyko negatywnej selekcji. Jeśli znana jest tendencja do nierzetelnej selekcji, lepsze projekty mogą unikać takich platform, jak to wiele lat temu wykazał Akerlof [1970].

Asymetria informacyjna może też skutkować niekontrolowaną nielojalnością beneficjentów po otrzymaniu środków (*moral hazard*). Może to oznaczać nieprawidłowe, niezgodne z deklarowanym celem, przeznaczanie środków. Takie ryzyko jest szczególnie prawdopodobne, jeśli platforma, jako nieponosząca odpowiedzialności, nie jest zainteresowana monitorowaniem projektów. W konsekwencji prędzej czy później mogą pojawić się opóźnione spłaty lub brak spłat od menedżerów projektów.

Fundatorzy mogą podlegać jeszcze innym rodzajom ryzyka, na przykład z powodu organizacji crowdfundingu. Można wyróżnić ryzyko płynności, wobec braku wtórnego rynku na udziały w kapitale i pożyczki udzielone w crowdfundingu. Inne zagrożenia mogą wynikać z funkcjonowania platform niezależnie od projektów, można tu wyróżnić ryzyko cyberataków, czy też zatrzymywanie płatności przez platformę, a nawet jej upadłość z powodu błędów w zarządzaniu [Milne, Parboteeah, 2016: 22–23].

Podsumowując, we wszystkich modelach biznesowych crowdfundingu fundatorzy są narażeni na wysokie ryzyko utraty środków finansowych [EC, 2016b: 16]. Ryzyko to wynika z ryzyka projektów, łącznie z ryzykiem informacyjnym, a także z możliwych nieprawidłowości w transferze środków przez platformę, włącznie z sytuacją jej upadłości.

Cechy samych fundatorów mogą narazić ich na ryzyko, na przykład w związku z tym, że w większości reagują oni emocjonalnie i „podążają za tłumem” bez racjonalnej refleksji nad swoimi decyzjami inwestycyjnymi. Inwestorzy mogą być niedoświadczeni i nie mający świadomości nie tylko ryzyka, ale również reguł funkcjonowania platformy i swoich praw jako inwestorów. Inwestorzy często sądzą, że są ekspertami w dziedzinie inwestowania, choć w rzeczywistości nie jest to prawdą [EC, 2015b: 47–48]. Może to prowadzić do nieoptymalnych decyzji inwestycyjnych, z których nie będą oni zdawali sobie sprawy. Tym niemniej, jak wynika z badań, fundatorzy używający platform sprzedających udziały w kapitale są zamożniejsi i bardziej świadomi [EC, 2015b: 29–30].

Jedną z metod ochrony fundatorów może być wymaganie od nich pewnego doświadczenia w zakresie inwestycji. Ma to znaczenie w sytuacji, gdy fundatorzy sami wybierają projekty do finansowania. Z kolei, ponieważ często istotną motywacją są emocje, pewną metodą ochrony może być ograniczanie wartości funduszy zainwestowanych przez jedną osobę.

Preferencje inwestorów mogą wpływać na decyzje podejmowane przez platformy. Inwestorzy bardziej przejmują się bezpieczeństwem niż dochodami

finansowymi [FSUG, 2015; EC, 2015b: 55]. Obawy co do rzetelności platform i potencjalnych oszustw są podstawowym powodem, dla którego osoby nie inwestują za pośrednictwem crowdfundingu [EC, 2015b: 5]. Ankiety i wywiady też potwierdzają, że platformy są zainteresowane swoją dobrą reputacją, rozumiejąc, że jest to podstawowy warunek ich rozwoju. Platformy obawiają się rosnącej częstotliwości niespłaconych kredytów i częstości upadłości biznesowej, a także upadłości lub nagannych praktyk innych platform, co może zaszkodzić reputacji całego sektora [Zhang i in., 2016: 47]. Ogólnie rzecz biorąc, menedżerowie platform są raczej konserwatywni i starają się usprawnić zarządzanie ryzykiem [FSUG, 2015; EC, 2015b: 79]. Z drugiej strony jednak chęć szybkiego wzrostu i generowania przychodów może spowodować niedoceniającie przez nich ryzyka [EC, 2015b: 25].

W ostatnim okresie ujawnia się rosnące zainteresowanie inwestorów instytucjonalnych (funduszy inwestycyjnych i emerytalnych) inwestowaniem swoich środków poprzez crowdfunding. Według wyników ankiety przeprowadzonej w ostatnim czasie 44% podmiotów zaangażowanych w alternatywne formy pośrednictwa finansowego stwierdziło, że inwestorzy instytucjonalni są fundatorami w ramach ich działalności. Pojawiają się też nowe cechy, takie jak udział inwestorów instytucjonalnych jako akcjonariuszy platform oraz rosnące znaczenie podmiotów technologii internetowej (FinTech) współpracujących z bankami [Zhang i in., 2016: 41–43]. Te nowe powiązania powodują, że ewentualna upadłość platform może przerodzić się w ogólne ryzyko systemowe dla sektora finansowego [EC, 2015b: 13]. Pojawiają się też zastrzeżenia ze strony banków wskazujących na silną konkurencję ze strony crowdfundingu, przy przewadze konkurencyjnej na ich korzyść z powodu unikania obowiązków regulacyjnych [EC, 2015b: 12].

Jeśli chodzi o regulację, podmioty zaangażowane w działanie crowdfundingu mają zróżnicowane poglądy. Inwestorzy na ogół domagają się silniejszej zewnętrznej regulacji, natomiast platformy raczej preferują samoregulację. Jeśli chodzi o ocenę istniejącej regulacji crowdfundingu, 38% platform zapytywanych w tej sprawie uznało istniejącą regulację za wystarczającą, 28% twierdziło, że jest ona zbyt rygorystyczna, a 10%, że jest ona zbyt słaba [Zhang i in., 2016: 48]. Jednak, jak to miało miejsce w przypadku wprowadzenia narodowej regulacji crowdfundingu w Wielkiej Brytanii, platformy mogą domagać się regulacji dla polepszenia swej reputacji. Ponadto brak wystarczającej harmonizacji regulacji krajowych jest wskazywany jako bariera dla rozwoju crowdfundingu transgranicznego.

### **Crowdfunding z perspektywy MSP**

Jak pokazuje raport Komisji Europejskiej z 2016 r. [EC, 2016b], działalność platform crowdfundingowych jest nadal mała. Finansowane pożyczki są niewielkie [EC, 2015c]. Jednak platformy specjalizujące się w finansowaniu udziału w kapitale przyciągają znacznie większe projekty. Co istotne, można

zidentyfikować ryzyko nie tylko dla fundatorów, ale także dla beneficjentów. W tej sprawie European Banking Authority (EBA) w 2015 r. opublikował opinię [EBA, 2015].

Podstawową przyczyną, dla której MSP mogą potrzebować crowdfundingu jest niewystarczająca chęć banków finansowania gospodarki w ostatnim okresie, jak już wyjaśniono. Ta sytuacja jest dotkliwa zwłaszcza dla MSP, gdyż banki nie są zainteresowane udzielaniem im pożyczek [EC, 2015d: 29]. Jest to związane z wyższym ryzykiem kredytodawcy wynikającym z natury ich projektów (dotyczy to zwłaszcza start-upów), ale też z wyższego kosztu oceny ryzyka, biorąc pod uwagę mniejszą skalę projektów (trzeba ocenić więcej projektów dla tej samej skali finansowania) i niższy profesjonalizm MSP w przygotowywaniu informacji.

W kontekście rezultatów kryzysu finansowego poprzedniej dekady, który spowodował recesję w niektórych krajach, i biorąc pod uwagę małą skalę niektórych krajów, MSP mogą być też zainteresowane ubieganiem się o finansowanie transgraniczne.

Crowdfunding jest postrzegany jako alternatywa dla finansowania bankowego w przypadku odmowy kredytu przez bank<sup>16</sup>. Stąd, niejako z definicji, występuje zjawisko negatywnej selekcji projektów ubiegających się o tego typu finansowanie. Jak wskazuje badanie przeprowadzone w ostatnim czasie, platformy odrzucają większość zgłaszanych projektów (do 99%), nie ma jednak pewności czy selekcja jest prawidłowa. Platformy przeprowadzają analizę zgłaszanych projektów, która jednak może być mniej wnikliwa niż w przypadku banków. Może być to spowodowane bardzo dużą liczbą małych projektów, a także gorszym dostępem platform do informacji zewnętrznej, w dużej części zarezerwowanej dla banków<sup>17</sup>.

Platformy crowdfundingowe mają możliwość zapewniania podziału ryzyka. Jeśli w danym modelu biznesowym platformy jest obowiązek podziału środków fundatora między różne projekty, fundatorzy są w dużo mniejszym stopniu narażeni na ryzyko każdego z licznych projektów, które finansują. Jednak w typowych portfelach inwestycyjnych zazwyczaj występują projekty bardziej ryzykowne, ale dające potencjalnie wyższy przychód, jak i projekty mniej ryzykowne, ale o niższym spodziewanym przychodzie. Podejście to może być również stosowane w ramach crowdfundingu. Jest to ważna cecha dla projektów bardziej ryzykownych (zwłaszcza start-ups), które w tych warunkach mogą zostać zaakceptowane przez platformę do finansowania.

Jednym ze zidentyfikowanych czynników ryzyka dla proponujących projekty jest niepewność, w jaki sposób przeprowadzana jest analiza ryzyka w ramach crowdfundingu. Model biznesowy zobowiązuje do tego platformę. Ponieważ platformy muszą oceniać dużą liczbę zgłaszanych projektów, ich analiza ryzyka jest oparta głównie na dokumentach przedstawianych przez

<sup>16</sup> Zostało to nawet otwarcie zadeklarowane w brytyjskiej regulacji crowdfundingu [EC, 2015c: 54].

<sup>17</sup> Publiczne bazy danych kredytowych (prowadzone przez podmioty związane z bankami centralnymi lub organizacjami bankowymi) mogą być niedostępne dla podmiotów niebankowych.

projekty i może być powierzchowna. Akceptacja projektu może zależeć od jakości przedstawianych dokumentów, a ta z kolei od wiedzy i uczciwości menedżerów projektów. Niektóre dobre projekty mogą być odrzucone z powodu nieprofesjonalnie przygotowanej informacji, inne z kolei zaakceptowane, bo przygotowane na podstawie zmanipulowanych danych. Podnosi to ryzyko negatywnej selekcji powyżej tego, jakie może występować w przypadku bardziej rozwiniętej analizy bankowej.

Platforma może nie informować, jakie informacje ze strony projektu są potrzebne, ani o sposobie przeprowadzania analizy. W ramach crowdfundingu w celu gromadzenia udziałów w kapitale w zasadzie nie ma obowiązku opracowywania prospektu emisyjnego, stąd przedstawiana jest bardziej ogólna informacja [EC, 2015c]. Może występować konflikt interesów między zarządzającymi platformą a projektem przedstawianym do finansowania (np. powiązania osobiste). Istnieje wobec tego znaczne ryzyko negatywnej selekcji, czyli wyboru projektów gorszej a nie wyższej jakości, z powodu konfliktu interesów lub niewystarczająco skrupulatnej metodyki oceny. Mogą też występować przypadki akceptowania projektów faktycznie niewykonalnych, które powinny być odrzucane dla dobra potencjalnych fundatorów i samego projektu. Ryzyko nieodpowiedniej selekcji jest wzmocnione w przypadku wyboru udziału w projektach przez samych fundatorów, których decyzje są często emocjonalne („ekscytacja projektem”).

Jeśli platforma nie monitoruje sposobu wykorzystania funduszy (co jest prawdopodobne z powodu braku zaangażowania platformy jako strony transakcji, a dodatkowo z powodu dużej liczby projektów), to skutki mogą być bardzo negatywne dla samych projektów. Poczynając od małych opóźnień w spłacie lub małych odstępstw od planu mogą one łatwo wpaść w sytuację niemożności zakończenia projektu.

Menedżerowie projektów mogą być także narażeni na ryzyko płynności. Jeśli przepływy pieniężne są organizowane przez platformę lub stronę trzecią, ryzyko płynności dla fundatorów może wynikać z braku lub opóźnionych wpłat od projektów, ale także z błędów samych platform. Skrajnym przypadkiem takiej sytuacji jest upadłość samej platformy. Ponieważ platforma nie ponosi odpowiedzialności za opłacanie fundatorów (lub może to być dla nich niejasne), ryzyko reputacji lub nawet ryzyko poniesienia konsekwencji prawnych spada na projekty.

To ostatnie ryzyko jest związane z nieprzejrzystością relacji umownych między stronami. Fundatorzy i projekty mogą nie być świadomi swych praw i obowiązków różnych od obowiązków samej platformy. Na przykład może występować niejasność co do monitorowania (kto powinien tę czynność wykonywać, fundatorzy, których dla tego projektu może być wielu, czy platforma?), co może prowadzić do ryzyka nadużycia (*moral hazard*), w związku z nieprawidłowym wykorzystywaniem funduszy. Jeśli wszystkie płatności są wykonywane przez platformę, projekty mogą nie zdawać sobie sprawy ze swoich obowiązków płatniczych (a zwłaszcza konsekwencji prawnych ich niedopeł-



nienia). Mogą też być nieświadomi (i może nie być uregulowań w tej kwestii), jaka jest ich odpowiedzialność w przypadku upadłości samej platformy. Może to prowadzić do długich procesów i w końcu do strat dla wszystkich stron, łącznie z projektami.

Co więcej, działalność transgraniczna platform jest, jak już wspomniano, marginalna, czego przyczyną są zróżnicowane reguły działania, różne w poszczególnych krajach [EC, 2015c]. W związku z tym potrzeby MSP poszukiwania funduszy w innych krajach nie mogą znaleźć rozwiązania.

Podsumowując można stwierdzić, że jakkolwiek crowdfunding wychodzi naprzeciw pewnym potrzebom MSP, to nie realizuje on ich wszystkich (np. finansowania transgranicznego). Co więcej, naraża menedżerów finansowanych projektów na znaczne ryzyko. Należy wspomnieć, że MSP, zwłaszcza małe, jako poszukujący finansowania zasługują na ochronę nie mniejszą niż kredytobiorcy-osoby fizyczne<sup>18</sup>. Różni się to od zwykłych zasad ochrony stron transakcji, według których można zawsze wyróżnić stronę silniejszą i słabszą, a strona biznesowa jest uważana za silniejszą, która nie potrzebuje ochrony. Inaczej jest jednak w przypadku MSP, zwłaszcza w kontekście kontraktów, w których pośrednikiem jest platforma crowdfundingowa.

## Regulacja crowdfundingu

### Problemy wymagające rozwiązania

Crowdfunding szybko się rozwija. Platformy koncentrują się na jak najlepszym dla siebie sposobie wykorzystania pośrednich efektów sieciowych. Z tego powodu coraz silniej dominują nad uczestnikami po obu stronach (beneficjentami i fundatorami). Co więcej, niektóre nowo powstałe elementy modelu biznesowego platform motywowane oszczędnością na kosztach transakcyjnych lub ochroną przed ryzykiem (całkowite zastąpienie decyzji fundatorów przez platformę, ograniczanie kwot inwestowanych przez jedną osobę) zwiększają asymetrię siły pomiędzy platformą a fundatorami. W takiej sytuacji nie można się spodziewać spontanicznego dostosowania reguł funkcjonowania crowdfundingu do interesów wszystkich zainteresowanych stron.

Platformy działają w warunkach dwóch potencjalnie sprzecznych wymagań: utrzymania dobrej reputacji i wzrostu szybszego niż konkurencji. Ryzyko platformy ogranicza się do utraty reputacji. Ponieważ nie angażuje ona znaczących własnych środków finansowych, nie jest pod presją ich utraty. Może to wpływać na jej postępowanie. Na przykład, mimo iż mogą istnieć coraz lepsze narzędzia do oceny projektów *ex ante*, presja wzrostu i konieczność ograniczania kosztów mogą ograniczać skłonność do posługiwania się nimi. Rola platform (jako prawnie biernego, a nie czynnego uczestnika transakcji)

<sup>18</sup> 1/3 europejskich małych przedsiębiorstw nie przeżywa dwóch pierwszych lat działalności [EC, 2016a: roz. 4]. Często początkujący przedsiębiorcy nie potrafią dostatecznie szybko podjąć właściwych kroków, by nie dopuścić do upadłości [Ecorys, 2014: 34].

ogranicza ich wrażliwość na ryzyko ponoszone przez innych uczestników. Mogą nawet same być źródłem ryzyka dla tych uczestników. Tym niemniej wiedza o tym, że niektóre platformy stosują nierzetelne praktyki powoduje, że inne, bardziej rzetelne, są zainteresowane legislacją.

Z cytowanych danych z ankiet [EC, 2015b], o których była mowa, wynika, że wielu fundatorów życzyłoby sobie poprawy swojego bezpieczeństwa i zdaje sobie sprawę z tego, że mogą nie być wystarczająco informowani ani przed zawarciem umowy, ani w trakcie jej realizacji. Co więcej, brak zaufania do platform zniechęca potencjalnych fundatorów i ogranicza rozwój crowdfundingu. Beneficjenci na razie nie są świadomi ryzyka związanego z crowdfundingiem, poza ryzykiem udostępnienia informacji handlowej (pisze o tym Gleasure [2015]).

Najważniejszym problemem dla fundatorów, zwłaszcza w kontekście coraz częstszego zastępowania ich decyzji przez decyzje automatyczne, jest odpowiedzialność platformy za podejmowane przez nią decyzje, które mają istotny wpływ na sytuację beneficjentów i fundatorów. Ten problem nie może być rozwiązany (a w każdym razie nie może być rozwiązany całościowo) w sytuacji przewagi kontraktowej platformy, gdyż uregulowanie tej kwestii zagroziłoby jej interesom. Jest więc obiektywna potrzeba zewnętrznej, wprowadzonej odgórnie, regulacji prawnej.

Sytuację w pewnej mierze zmienia wzmiankowane już zaangażowanie inwestorów instytucjonalnych. Poprawia to relacje siły między platformą i uczestnikami. Do gry wchodzi też inni uczestnicy zewnętrzni: banki zaniepokojone pojawiającym się konkurentem, któremu nie stawia się wymagań ostrożnościowych, nadzór finansowy zaniepokojony ewentualnym źródłem niestabilności mogącym przenieść się na inne sektory gospodarki.

Historia crowdfundingu, jako sposobu finansowania działalności gospodarczej jest krótka, i stąd regulacja z tym związana jest w fazie rozwoju. Ponadto często przyjmowana jest zasada „poczekamy, zobaczymy” [EC, 2016b: 6], mająca na celu nieprzeszkadzanie w spontanicznym rozwoju i reagowanie dopiero na stwierdzone niedociągnięcia. Jednak w niektórych krajach już powstała narodowa legislacja funkcjonowania crowdfundingu. Wzrost platform i włączenie się inwestorów instytucjonalnych wskazują na potrzebę regulacji dla zapewnienia stabilności sektora finansowego. W niektórych krajach również same platformy domagają się regulacji w celu polepszenia swej reputacji i ewentualnego rozszerzenia działalności transgranicznej.

Zaprezentowany temat istniejącej legislacji ma na celu pokazanie, jakie aspekty ryzyka analizowane powyżej przyciągnęły uwagę legislatorów, a jakie elementy nie zostały uregulowane. Na luki w regulacji pośrednio wskazują również cytowane dalej opinie European Banking Authority (EBA) i European Securities and Markets Authority (ESMA).

## Istniejąca legislacja narodowa

Według Komisji Europejskiej do 2015 r. [EC, 2015c: 42–74] trzy kraje członkowskie Unii Europejskiej wprowadziły legislację regulującą działanie platform crowdfundingowych.

Najwcześniej legislacja taka została wprowadzona we Włoszech, w czerwcu 2013 r. Platformy crowdfundingowe oferujące udziały w kapitale mogły funkcjonować pod warunkiem zarejestrowania się u regulatora giełdy papierów wartościowych (CONSOB). Platformy muszą przestrzegać reguł dotyczących ich działalności i reguł dotyczących ofert przedstawianych za ich pośrednictwem. Początkowo celem legislacji było głównie finansowanie innowacyjnych start-upów. W późniejszym okresie zakres możliwego finansowania rozszerzył się. Dostęp do platform od strony fundatorów był ograniczony do inwestorów mających wystarczającą wiedzę, a platformy były zobowiązane dostarczyć im szczegółowej informacji o projektach do potencjalnego finansowania. Jeśli chodzi o fundatorów wnoszących powyżej 500 EUR, również bank lub firma inwestycyjna, z którą platforma crowdfundingowa była zobowiązana współpracować (między innymi w celu dokonywania transferu środków pieniężnych), miały też pewne zobowiązania wobec nich. Dotyczyło to w mniejszym stopniu fundatorów inwestujących mniejsze środki [EC, 2015c: 45]. Jeśli chodzi o platformy oferujące pożyczki, musiały one uzyskać aprobatę Banku Włoch i otrzymać licencję jako instytucja finansowa lub pośrednik płatniczy. Legislacja została wprowadzona w początkowym okresie rozwoju crowdfundingu, kiedy we Włoszech działało tylko 8 platform. Wyrażana jest opinia, że legislacja ta była zbyt restrykcyjna i raczej utrudniała niż stymulowała rozwój tego biznesu.

Wielka Brytania wprowadziła legislację dotyczącą crowdfundingu w kwietniu 2014 r. Platformy pośredniczące w nabywaniu udziałów w kapitale i w udzielaniu pożyczek muszą uzyskać zezwolenie Financial Conduct Authority. W tym celu muszą zobowiązać się do stosowania rzetelnych praktyk związanych z zarządzaniem pieniędzmi klientów, określić swoje zasady co do przedstawiania informacji na temat projektów, co do stosowania zasad ostrożnościowych i programów na wypadek upadłości platformy. Fundatorami w platformach pośredniczących w nabywaniu udziałów w kapitale mogli być tylko inwestorzy doświadczeni i dodatkowo deklarujący, że zainwestują co najwyżej 10% swojego majątku. Legislacja była przygotowana przy współpracy biznesu i była popierana przez same platformy, które chciały poprawić swą reputację. Zamierzaniem rządu było stworzenie alternatywy finansowania dla tych MSP, którym banki odmówiły finansowania. Po wprowadzeniu legislacji tempo wzrostu crowdfundingu obniżyło się, ale nadal notowano wzrost.

Francja wprowadziła legislację regulującą działanie platform crowdfundingowych w maju 2014 r. W poprzednim okresie platformy działały jako podmioty kredytujące lub firmy oferujące usługi inwestycyjne. Nowa legislacja, poprzedzona konsultacją publiczną, dawała platformom możliwość działania

jako platformy oferujące udziały w kapitale lub platformy pożyczkowe. Platformy dokonujące transferów pieniężnych musiały się zarejestrować jako podmioty świadczące usługi płatnicze. Poza zobowiązaniem do odpowiedniego postępowania i posiadania kompetencji menedżerskich, platformy zostały zobowiązane do weryfikowania wiedzy finansowej potencjalnych inwestorów i ich stopniowego wprowadzania w użytkowanie platformy. Wprowadzono ograniczenie dotyczące wielkości zapotrzebowania na środki ze strony projektów (np. łączna wartość papierów wartościowych emitowanych przez jeden podmiot była ograniczona do 1 mln EUR w ciągu 12 miesięcy). Jeśli nie wymagano prospektu emisyjnego, emitent musiał przedstawić prostą informację o swoim projekcie. Platformy oferujące zakup udziału w kapitale musiały zapewnić, że zaangażowane środki odpowiadają doświadczeniu danego inwestora, jego sytuacji i preferencjom. Na platformach pożyczkowych tylko osoby prywatne mogły oferować oprocentowane pożyczki. Pożyczki nieoprocentowane były ograniczone do 4000 EUR na projekt dla każdego pożyczającego, a pożyczki oprocentowane do 1000 EUR.

Jak widać, istniejąca legislacja europejska zajmowała się głównie statusem platform, wymagając od nich rejestracji jako podmioty finansowe i ewentualnie świadczące usługi płatnicze. Wiązało się to z możliwością nadzoru nad nimi przez podmiot nadzorujący rynek finansowy. Legislacja była skierowana głównie na ochronę fundatorów (inwestorów) przed różnymi rodzajami ryzyka. Miały ich chronić regulacje dotyczące stabilności i rzetelnego postępowania samej platformy, a także różnego rodzaju ograniczenia (minimalnego poziomu wiedzy finansowej, wielkości zaangażowanych środków) dotyczące ich samych. Nie przewidziano dalej idącej ochrony, istotnej zwłaszcza wobec faktycznej coraz dalej idącej pasywności fundatorów w niektórych modelach crowdfundingu.

### **Możliwe przyszłe kierunki regulacji**

Niektóre aspekty crowdfundingu mogą znajdować się w zasięgu obecnej regulacji europejskiej. Jeśli chodzi o platformy pożyczkowe, dotyczyłoby to transakcji pomiędzy osobami prawnymi lub osobami fizycznymi zawodowo udzielającymi pożyczek, jako fundatorami, a osobami fizycznymi, jako pożyczkobiorcami. W tym przypadku, zależnie od rodzaju kredytu, transakcja podlega dyrektywie o kredycie konsumenckim lub dyrektywie o kredycie hipotecznym. W takiej sytuacji pożyczkobiorcy (tylko osoby fizyczne) miałyby prawo do otrzymania reklam (np. na stronie platformy) w standardowej formie wymaganej przez te dyrektywy. Również ci pożyczkobiorcy powinni otrzymać informację przedkontraktową i kontrakt spełniające wymagania wymienionych dyrektyw. Mieliby oni też prawo do odstąpienia od kontraktu w ciągu 14 dni i do spłaty pożyczki przed terminem. Dyrektywy te nie chronią pożyczkodawców, natomiast mogą nakładać na nich obowiązki (jeśli są osobami prawnymi lub osobami fizycznymi profesjonalnie udzielającymi kredytów).

Wszystkie te prawa zależałyby jednak od tego, kim byłyby strony transakcji. W sytuacji (coraz częstszej), kiedy fundatorzy nie podejmują sami decyzji, lecz podejmuje je za nich platforma, trudno byłoby obciążyć ich obowiązkami (np. informacyjnymi) jako kredytodawców. W tej sytuacji nie jest też jasne, czy sama platforma jest pośrednikiem, bo to wymaga działania na polecenie konkretnego kredytodawcy<sup>19</sup>. Trudno też byłoby wymagać spełnienia wymienionych obowiązków od platformy, która nie jest stroną kontraktów, aczkolwiek realizuje pewne zadania kredytodawcy (np. ocenę zdolności kredytowej).

W związku z tym zastosowanie legislacji europejskiej do platform pożyczkowych może być tylko częściowe i w praktyce byłoby trudne.

Jeśli chodzi o platformy pozwalające nabyć udziały w kapitale, może ich dotyczyć dyrektywa o prospekcie<sup>20</sup> i dyrektywa o rynkach instrumentów finansowych (Markets in Financial Instruments Directive, MiFID)<sup>21</sup>. Dyrektywa o prospekcie obliguje emitenta papierów wartościowych (również gromadzącego środki przy pomocy crowdfundingu) do opublikowania prospektu przed emisją. Niewątpliwie polepszyłoby to informację uzyskiwaną przez fundatorów. Tym niemniej, taki obowiązek dotyczy tylko emisji papierów wartościowych, które mogą być sprzedawane (*transferable*) i w sytuacji, gdy emisja przekracza 5 mln EUR. Prawdopodobnie większość projektów zwracających się o finansowanie do platform umożliwiających zakup udziałów w kapitale nie spełnia tych warunków.

Jeśli chodzi o MiFID, to ma ona zastosowanie do pośredników inwestycyjnych [ESMA, 2014]. Jeśli platforma pośredniczy w sprzedaży/zakupie sprzedawalnych papierów wartościowych, podlegałaby ona wymaganiom MiFID. Są one dość znaczące. Po pierwsze, platforma powinna być zarejestrowana jako pośrednik inwestycyjny i mieć wystarczający kapitał własny. Powinna ona sprawdzać, czy nabywane papiery wartościowe odpowiadają wymaganiom i warunkom poszczególnych klientów. Problem jest w ocenie, na czym faktycznie polega rola platformy w kontaktach między sprzedawcami a nabywcami papierów wartościowych. Jeśli platforma tylko „komunikuje projektom zainteresowanie” poszczególnych fundatorów, nie jest to rola pośrednika inwestycyjnego. Jeśli jednak platforma wykonuje zlecenia fundatorów, to podlega MiFID.

ESMA [2014] stwierdza, że platformy umożliwiające nabywanie jednostek udziału w kapitale często unikają wymagań MiFID, uważając je za zbyt rygorystyczne. Ich przyjęcie jednak poprawiłoby bezpieczeństwo fundatorów i samych platform (z powodu wymagań kapitałowych). Dodatkową zaletą dla platform jest to, że rejestracja według MiFID w jednym z krajów Unii

<sup>19</sup> Zgodnie z dyrektywą o kredycie konsumenckim i dyrektywą o kredycie hipotecznym pośrednikiem kredytowym jest ten, który wykonuje pewne funkcje inicjujące zawarcie kontraktu kredytowego na zlecenie konkretnego kredytodawcy.

<sup>20</sup> Dyrektywa 2003/71/EC OJ L 345 z 31.12.2003.

<sup>21</sup> Dyrektywa 2004/39/EC OJ L 145 z 30.04.2004.

Europejskiej daje automatycznie paszport do operowania w całej UE, co pomagałoby platformom rozwijać się przez rozwój biznesu cross-border.

Aczkolwiek MiFID nie ma zastosowania do nietransferowalnych papierów wartościowych, legislatorzy narodowi mogą rozszerzyć działanie tego aktu prawnego na platformy crowdfundingowe, na przykład wymagając ich rejestracji, stosowania reguł przedstawiania informacji i unikania konfliktu interesów.

Jeśli platformy dokonują transferu środków pieniężnych między stronami transakcji, powinny, według dyrektywy o usługach płatniczych<sup>22</sup>, być zarejestrowane jako podmioty płatnicze. Konieczność oddzielania środków klientów od własnych środków platform, wymagana przez tę dyrektywę, jest bardzo ważna dla bezpieczeństwa finansowego stron. Jednak w praktyce często transfer środków jest powierzany organizacji zewnętrznej mającej status podmiotu płatniczego.

Reasumując, istniejąca legislacja europejska nie pokrywa w wystarczającym stopniu nowych rodzajów działalności będących różnymi formami crowdfundingu ekonomicznego. Wydaje się, że istniejąca legislacja mogłaby być dość łatwo rozszerzona na platformy umożliwiające nabywanie udziałów w kapitale. Jednak same platformy nie wydają się być skłonne podporządkowywać się legislacji, nawet jeśli zapewnia to mile widzianą możliwość działania transgranicznego. Legislacja europejska jest w mniejszym stopniu dostosowana do pożyczkowych platform crowdfundingowych. Problemem do rozwiązania jest też ochrona projektów i zarządzających projektami, którzy, jak już napisano, podlegają dużemu ryzyku.

European Banking Authority (EBA) sformułowała pewne sugestie co do możliwych rozwiązań regulacyjnych dla pożyczkowych platform crowdfundingowych, koncentrując się na statusie i sposobie funkcjonowania platform [EBA, 2015]<sup>23</sup>.

- Platformy powinny rzetelnie ujawniać informacje na temat pożyczkobiorców/projektów. Powinny one przeprowadzać wystarczające badanie zdolności kredytowej lub informować fundatorów, że taka ocena nie była przeprowadzana. Platformy powinny wymagać od pożyczkobiorców przedstawiania im informacji wystarczających do oceny zdolności kredytowej i w przypadku negatywnej oceny tej zdolności, nie przyjmować projektu do finansowania.
- Prawa i obowiązki stron transakcji powinny być jasno określone w umowach, a standardowe umowy powinny być publikowane na stronach internetowych platform. Sugeruje się, żeby fundatorzy byli dzieleni na kategorie odpowiednio do swojej wiedzy.
- Platformy powinny być zarejestrowane jako świadczący usługi finansowe. Umiejętności zawodowe zarządzających platformami powinny być weryfikowane. Sytuacje powodujące konflikt interesów (jak zaangażowanie per-

<sup>22</sup> Dyrektywa 2007/64/EC OJ L 319 z 5.12.2007.

<sup>23</sup> Nawiasem mówiąc, zalecenia te pośrednio wskazują na istniejące niedociągnięcia w działaniu platform.

sonelu platform w działalność kredytobiorców) powinny być zabronione lub jasno podane do wiadomości stron.

- Platformy powinny przewidywać i podawać do publicznej wiadomości rozwiązania na wypadek swej upadłości.
- Platformy dokonujące płatności powinny oddzielić własne środki finansowe od środków finansowych pożyczkodawców i pożyczkobiorców. W tym przypadku, zgodnie z dyrektywą o usługach płatniczych, platformy powinny być zarejestrowane.

Sugestie EBA pomagają zrozumieć, w jakiej mierze platformy pożyczkowe różnią się od zwykłego kredytowania osób fizycznych. EBA sugeruje metody ochrony fundatorów, na przykład poprzez ujawnianie informacji o beneficjentach. W przypadku kredytowania na przykład przez bank to pożyczkobiorca (osoba fizyczna) jest bardziej chroniony, przez przedstawianie mu informacji o ofercie kredytowej. Wynika to z różnicy sytuacji stron w jednym i drugim typie kredytowania. Za słabszą stronę w przypadku transakcji bankowej uważa się kredytobiorcę i z tego powodu prawo nakłada obowiązek chronienia go, przynajmniej przez przekazywanie wystarczającej informacji. W przypadku crowdfundingu, platforma, która nie jest stroną umowy, może przeprowadzać badanie zdolności kredytowej beneficjentów w celu ochrony fundatorów i dla ochrony własnej reputacji (choć nie dla ochrony swojej sytuacji finansowej).

EBA nie zaproponowała żadnych szczególnych metod ochrony beneficjentów, poza ochroną w przypadku upadłości platformy. Jednak pośrednio badanie ich zdolności kredytowej chroni beneficjentów (w tym zwłaszcza MSP) przed negatywną selekcją. Nie widać również woli uregulowania obowiązku monitorowania wykonywania umowy, co byłoby korzystne zarówno dla fundatorów, jak i beneficjentów (np. przeciwdziałanie nieprawidłowemu wykorzystaniu środków).

Europejska regulacja, która może być potencjalnie wykorzystywana dla crowdfundingu mającego na celu sprzedaż udziałów w kapitale (MIFID) też chroni fundatorów, a nie projekty. Wynika to z założenia, że przedsiębiorstwa przedstawiające swoje projekty do finansowania są wystarczająco świadome ryzyka i nie potrzebują ochrony. Może to być wystarczające dla większych projektów (które najczęściej korzystają z takich platform), ale niekoniecznie dla MSP.

## Zakończenie

Analiza funkcjonowania crowdfundingu potwierdza, że relacje siły pomiędzy uczestnikami crowdfundingu (znaczną przewagą platformy nad pozostałymi uczestnikami) uniemożliwiają spontaniczne rozwiązanie wszystkich pojawiających się problemów.

Występują znaczne rozbieżności interesów i rodzajów ponoszonego ryzyka trzech typów podmiotów zaangażowanych w crowdfunding: fundatorów, beneficjentów i samej platformy.

Najsilniejszy podmiot, platforma, jest zainteresowany w pierwszym rzędzie własnym rozwojem i sukcesem w walce konkurencyjnej. Podejmuje strategie (jak stosowanie cen umożliwiających finansowanie strony niedostatecznie reprezentowanej przez drugą, nakładanie opłat po zakończeniu gromadzenia środków z sukcesem), które mają służyć przyciągnięciu uczestników. Zmiany modeli biznesowych, które nastąpiły w ostatnim okresie, polegające na zastępowaniu decyzji fundatorów przez decyzje podejmowane automatycznie, pozwalają na zmniejszenie kosztów transakcyjnych, ale powodują, że relacje siły są jeszcze bardziej asymetryczne. Platformy troszczą się również o swą reputację, o czym świadczy przeprowadzanie badania jakości zgłaszanych projektów, choć w zasadzie struktura kontraktów między stronami uwalnia platformy od ryzyka strat finansowych. Jak można jednak wnioskować z opinii EBA, badania te mogą być niewystarczające.

Interesy beneficjentów są w dużej mierze zgodne z interesami platform. Są oni zainteresowani głównie w dostępie do środków finansowych (a więc w rozwoju działalności platformy) i nie przejmują się ryzykiem, które generują (dla fundatorów). Mogą obawiać się ujawniania szczegółów swoich projektów, ale nie wydają się świadomi, że w razie upadłości platformy mogą również ponieść straty.

Pojawia się ewidentny konflikt interesów pomiędzy beneficjentami a fundatorami (który może prowadzić do ukrywania informacji przez beneficjentów), ale też pomiędzy fundatorami a platformą (która może niedbale oceniać projekty lub też nie przekazywać istotnych informacji fundatorom, aby nie zniechęcać ich do finansowania). Fundatorzy ogólnie zdają sobie sprawę z ryzyka projektów, ale niekoniecznie z roli platformy w jego powiększaniu. Natomiast nie zdają sobie sprawy z tego, że przez nieracjonalne wybory sami dla siebie są źródłem ryzyka. Większość z nich (poza, ewentualnie, ostatnio aktywnymi w biznesie crowdfundingowym inwestorami instytucjonalnymi) jest w sytuacji zdecydowanie gorszej pozycji negocjacyjnej w stosunku do platform.

Ryzyko dla stron (także dla beneficjentów/projektów) wynika również z niejasnej roli platform. Czy jest to kredytodawca? A może pośrednik kredytowy? Ponosząca odpowiedzialność firma inwestycyjna? Wynika stąd niejasność obowiązków platform. Platformy mogą też powodować ryzyko płynności dla pożyczkobiorców i dla fundatorów. W sytuacji niedostatku ich własnego kapitału ich upadłość byłaby silnie szkodliwa dla wszystkich stron.

Niejasność roli platform ułatwiających nabywanie udziałów w kapitale powoduje, że mogą one unikać legislacji europejskiej dotyczącej firm inwestycyjnych, a legislacja narodowa może nie wypełniać tej luki. Obecnie nie ma adekwatnej regulacji platform pożyczkowych. W dodatku istniejąca legislacja, zarówno na poziomie europejskim, jak i narodowym, skupia się na ochronie fundatorów, podczas gdy pożyczkobiorcy/projekty – zwłaszcza poszukujące kredytów gospodarstwa domowe i MSP, niewiele różniące się w rozoznaniu finansowym od osób fizycznych – również potrzebowałyby ochrony.



Rozbieżność interesów trzech typów podmiotów biorących udział w crowdfundingu (beneficjentów, fundatorów i platformy) oraz dominacja platformy nad pozostałymi dwiema grupami podmiotów powoduje, że samoregulacja tego biznesu jest niekompletna i nie ma wielkich szans na jej spontaniczną ewolucję w kierunku lepszego uzgodnienia niezbędnych interesów. Nawet gdyby taka ewolucja mogła powoli następować, to byłaby ona niewystarczająca w warunkach bardzo szybkiego rozwoju crowdfundingu i zmian w jego działaniu. Przede wszystkim nie wydaje się możliwe, aby platforma samoistnie wzięła na siebie odpowiedzialność za faktycznie podejmowane przez nią, w zastępstwie fundatorów, decyzje. Stąd potrzebny jest pewien zakres regulacji zewnętrznej. Również platformy dostrzegają potrzebę regulacji, przede wszystkim harmonizacji legislacji narodowej, co dałoby im możliwość bezkonfliktowego działania ponad granicami państwowymi.

Duże znaczenie ma rosnąca aktywność innych podmiotów, zewnętrznych w stosunku do crowdfundingu. Są to inni pośrednicy finansowi, w tym tradycyjne banki, które coraz silniej odczuwają konkurencję platform, które nie podlegają licznym elementom regulacji (np. ostrożnościowej). Domagają się oni wyrównania reguł gry, a więc podporządkowania platform regulacji. Regulacją są zainteresowane również podmioty odpowiedzialne za stabilność sektora finansowego, zaniepokojone możliwością rozprzestrzenienia ryzyka generowanego przez platformy. Te dwa typy podmiotów, chcące poddać crowdfunding rygorom prawnym, a być może też ograniczyć tempo jego wzrostu, mogą mieć duży wpływ na legislatorów.

## Bibliografia

- Akerlof G.A. [1970], The market for "lemons": quality uncertainty and the market mechanism, *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 84(3): 488–500.
- Belleflamme P., N. Omrani, Peitz M. [2015], The economics of crowdfunding platforms, *CORE Discussion Paper*, no 15, Louvain-la-Neuve.
- Belleflamme P., Omrani N., Peitz M. [2016], Understanding the strategies of crowdfunding platforms, *CESifo DICE Report*, no 2.
- Bhattacharya S., Thakor A.V. [1993], Contemporary banking theory, *Journal of Financial Intermediation*, no. 3: 2–50.
- Boguszewski P., Lissowska M. [2012], Low reliance on credit of Polish firms – blessing in financial crisis? *Gospodarka Narodowa*, nr 7–8.
- Deakin S., Gindis D., Hodgson G.M., Kajnan H., PiIstor K. [2017], Legal institutionalism: capitalism and the constitutive role of law, *Journal of Comparative Economics*, vol. 45(1): 188–200.
- Diamond D.W. [1984], Financial intermediation and delegated monitoring, *The Review of Economic Studies*, vol. 51(3): 393–414.
- Dziuba D. [2012], Rozwój systemów crowdfundingu – modele, oczekiwania i uwarunkowania, *Problemy Zarządzania*, nr 10(3): 83–103.

- Dziuba D. [2015], Przesłanki badań w zakresie ekonomiki crowdfundingu, *Roczniki Kolegium Analiz Ekonomicznych*, nr 36, Szkoła Główna Handlowa: 181–196.
- EBA [2015], *Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding*, EBA, 26 February 2015, [https://www.eba.europa.eu/documents/10180/983359/EBA-Op-2015-03+\(EBA+Opinion+on+lending+based+Crowdfunding\).pdf](https://www.eba.europa.eu/documents/10180/983359/EBA-Op-2015-03+(EBA+Opinion+on+lending+based+Crowdfunding).pdf) (20.02.2018).
- EC [2015a], *CMU action plan*, European Commission COM (2015) 468 final, Brussels.
- EC [2015b], *Crowdfunding from an investor perspective*, Oxera for the European Commission, DOI 10.2874/61896, [http://ec.europa.eu/finance/finservices-retail/docs/fsug/papers/160503-study-crowdfunding-investor-perspective\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/finservices-retail/docs/fsug/papers/160503-study-crowdfunding-investor-perspective_en.pdf) (20.01.2018).
- EC [2015c], *Crowdfunding: mapping EU markets and events study*, study for the European Commission, DOI: 10.2874/37466, [http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/crowdfunding/20150930-crowdfunding-study\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/crowdfunding/20150930-crowdfunding-study_en.pdf) (20.01.2018).
- EC [2015d], *Economic analysis*, Commission staff working document. Accompanying the document. Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions. Action Plan on Building a Capital Markets Union, SWD 183, final, [http://www.europeanfinancialcentres.com/sites/default/files/Action%20Plan%20on%20Building%20a%20Capital%20Markets%20Union\\_economic%20analysis\\_en.pdf](http://www.europeanfinancialcentres.com/sites/default/files/Action%20Plan%20on%20Building%20a%20Capital%20Markets%20Union_economic%20analysis_en.pdf) (20.02.2018).
- EC [2016a], *Annual report on European SMEs 2015/2016*, European Commission, Luxembourg.
- EC [2016b], *Crowdfunding in the EU capital markets union*, European Commission, SWD 154, final, [http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/crowdfunding/160428-crowdfunding-study\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/crowdfunding/160428-crowdfunding-study_en.pdf) (20.02.2018).
- Ecorys [2014], *Bankruptcy and second chance for honest bankrupt entrepreneurs*, Rotterdam.
- EFSIR [2015], *European financial stability and integration review*, European Commission, Brussels.
- EFSIR [2016], *European financial stability and integration review*, SWD146, European Commission, Brussels.
- ESMA [2014], *Advice. Investment-based crowdfunding*, European Securities and Markets Authority, 18 December 2014, [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1560\\_advice\\_on\\_investment-based\\_crowdfunding.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1560_advice_on_investment-based_crowdfunding.pdf) (20.02.2018).
- FSUG [2015], *Financial services users group position paper on the study of “crowdfunding from an investor perspective”*, Brussels.
- Gleasure R. [2015], Resistance to crowdfunding among entrepreneurs: an impression management perspective, *Journal of Strategic Information Systems*, vol. 24: 219–233.
- Hall P., Taylor C.R. [1996], Political science and the three new institutionalisms, *Political Studies*, vol. XLIV(44): 936–957.
- Hodgson G.M. [2009], On the institutional foundations of law: the insufficiency of custom and private ordering, *Journal of Economic Issues*, vol. XLIII(1): 143–165.
- Koziół-Nadolna K. [2015], Crowdfunding jako źródło finansowania innowacyjnych projektów, *Zeszyty Naukowe*, nr 854, *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, nr 73: 671–683.
- Martens B. [2016], An economic policy perspective on online platforms, *Digital Economy Working Paper*, no. 5, JRC101501, Institute for Prospective Technological Studies.
- Mayer C. [1994], The assessment: money and banking. Theory and evidence, *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 10(4): 1–13.

- Milne A., Parboteeah P. [2016], *The business models and economics of peer-to-peer lending*, Research Report, no. 17, European Credit Research Institute.
- North D. [1990], *Institutions, institutional change and economic performance*, University Press, Cambridge, Cambridge.
- North D. [1995], Some fundamental puzzles in economic history/development, *Economic History*, no. 9509001, *EconWPA* (<http://ideas.repec.org>).
- North D. [1997], Institutional change: a framework of analysis, *Voprosy Ekonomiki*, no. 3: 6–17.
- Parisi F. [2004], Positive, normative and Functional Schools in law and economics, *European Journal of Law and Economics*, vol. 18, no. 3.
- Rochet J.-C., Tirole J. [2004], *Two-sided markets. An overview*, Massachusetts Institute of Technology, [http://web.mit.edu/14.271/www/rochet\\_tirole.pdf](http://web.mit.edu/14.271/www/rochet_tirole.pdf) (20.02.2018).
- Sharpe S.A. [1990], Asymmetric information, bank lending, and implicit contracts: a stylized model of customer relationship, *The Journal of Finance*, vol. XLV(4): 1069–1087.
- Stiglitz J.E., Weiss A. [1992], Asymmetric information in credit markets and its implications for macro-economics, *Oxford Economic Papers*, vol. 44: 694–724.
- Williamson O. [2000], The new institutional economics: taking stock, looking ahead, *Journal of Economic Literature*, vol. XXXVIII.
- Zhang B., Wardrop R., Ziegler T., Lui A., Burton J., James A., Garvey K. [2016], *Sustaining momentum. The 2<sup>nd</sup> European alternative finance industry report*, Cambridge Centre for Alternative Finance, University of Cambridge Judge Business School.

---

## CROWDFUNDING: CONCEPT, PROBLEMS, REGULATION

### Abstract

The objective of this paper is to look into crowdfunding as a new way of providing funding to those in need. The author also evaluates the need for regulating crowdfunding in the European Union. The analysis makes use of the concept of two-sided markets [Rochet and Tirole, 2004], and it also refers to institutional economics for its theoretical framework. When discussing the benefits and risks of crowdfunding, I underline the substantial risk faced by investors. Often, due to the use of a business model in which their decisions are replaced by the platform, they cannot protect themselves against risk. As to small and medium-sized enterprises, besides the benefits of easier and possibly cheaper access to funds, I underline the importance of negative selection and moral hazard, which are detrimental not only to the investors, but also to the fundraisers. Additionally, the features of investors (who often make emotional decisions) and of platforms (liquidity risk and risk of default) amplify the risks for business participants, including SMEs as fundraisers. The substantial asymmetry of the negotiating power of the platform over other participants and the divergence of their interests—considering that the platform is much less exposed to financial risk than the investors—creates a specific institutional situation that prevents spontaneous adjustment of the rules governing the functioning of a platform to the diverging interests of participants. In this context, I reflect on the need for future harmonised regulation of crowdfunding in the European Union. I particularly highlight the need to regulate loan-based crowdfunding, which is the least regulated form of crowdfunding at the national level. Besides the protection of investors, which is already addressed by national regulations in most member countries, the issue of protection of fundraisers should also be given due attention.

**Keywords:** crowdfunding, two-sided markets, banking, financial markets

**JEL classification codes:** D02, D82, D85, G23

---