

ARTUR A. TRZEBIŃSKI\*

## JAK ZMNIĘJSZYĆ ASYMETRIĘ INFORMACJI NA RYNKU CROWDFUNDINGU UDZIAŁOWEGO W POLSCE?

### HOW TO REDUCE THE INFORMATION ASYMMETRY ON THE POLISH EQUITY CROWDFUNDING MARKET?

The subject of the article is the Polish equity-based crowdfunding market, with particular focus on the methods and scope of communication about emissions. The main goal of the article is to indicate and evaluate the actions taken by participants in the Polish crowdfunding market to reduce information asymmetry. The focus is primarily on the solutions contained in the Regulation on European providers of crowdfunding services for projects, which should be implemented in the national law by November 2022. The study examines the effects of the actions taken by the legislator, crowdfunding platforms, the Polish Financial Supervision Authority (UKNF) and the Association of Financial Companies in Poland (ZPF) in terms of reducing information imbalance. For this purpose, an examination of legal acts and a cause-and-effect analysis are performed. The research results show that the actions taken by various entities that have an impact on the domestic market of equity crowdfunding reduce information asymmetry. The measurable effects of these activities are the increase in the value and number of issues and the involvement of investors in crowdfunding campaigns.

Keywords: equity-based crowdfunding; information asymmetry; founders; crowdfunding platforms

---

Przedmiotem rozważań podjętych w artykule jest rynek crowdfundingu udziałowego w Polsce, w szczególności sposoby i zakres komunikowania o przeprowadzanych emisjach. Celem artykułu jest wskazanie i ocena działań podjętych przez uczestników polskiego rynku crowdfundingu, które mają zmniejszać asymetrię informacji. Uwaga została skupiona przede wszystkim na rozwiązaniach zawartych w unijnym rozporządzeniu Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/1503 w sprawie europejskich dostawców usług finansowania społecznościowego dla przedsięwzięć, którego implementacja do krajowego porządku prawnego ma być przeprowadzona do listopada 2022 r. W badaniu sprawdzono, jakie efekty przynoszą działania podjęte przez ustawodawcę, platformy crowdfundingowe, Komisję Nadzoru Finansowego i Związek Przedsiębiorstw Finansowych w Polsce w zakresie zmniejszenia nierównowagi informacyjnej. W tym celu wykorzystano analizę aktów prawnych i analizę przyczynowo-skutkową. Wyniki badań wskazują, że podejmowane

---

\* Artur A. Trzebiński  
Wrocław University of Economics and Business, Poland /  
Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu, Polska  
[artur.trzebinski@ue.wroc.pl](mailto:artur.trzebinski@ue.wroc.pl), <http://orcid.org/0000-0002-1448-454X>

działania przez różne podmioty, które mają wpływ na krajowy rynek crowdfundingu udziałowego, powodują zmniejszanie asymetrii informacji. Jest to istotne ze względu na to, że wzrasta wartość i liczba przeprowadzanych emisji oraz rośnie liczba zaangażowanych w kampanie crowdfundingowe inwestorów.

Słowa kluczowe: crowdfunding udziałowy; asymetria informacji; fundatorzy; platformy crowdfundingowe

---

## I. WPROWADZENIE

Crowdfunding na tle innych sposobów finansowania wyróżnia się dwoma charakterystycznymi cechami<sup>1</sup>. Pierwszą z nich jest pozyskiwanie finansowania na określony cel, drugą – wielu kapitałodawców. Istotną rolę w crowdfundingu odgrywa Internet, który determinuje jego istnienie. W literaturze przedmiotu podkreśla się fakt, że inwestorzy kojarzeni są ze sponsorami emisji crowdfundingowych wyłącznie przez Internet<sup>2</sup>. W procesie łączenia inwestorów i sponsorów emisji udział biorą pośrednicy, których w przypadku crowdfundingu nazywa się platformami crowdfundingowymi. Są one podmiotami gospodarczymi, które dostarczają przestrzeń (platformy) do zamieszczenia informacji o emisji i zapewniają techniczną stronę przeprowadzenia emisji, w tym kupowanie udziałów lub akcji i przekazywanie środków. Obecnie pozyskiwanie środków w ramach emisji crowdfundingowych opiera się na umowach nienazwanych, czyli nie ma przepisów prawnych, które regulują bezpośrednio tę działalność.

Występowanie crowdfundingu w wielu odmianach i modelach powoduje, że stał się on jedną z uznanych powszechnie form alternatywnego finansowania dla przedsiębiorstw, akcji charytatywnych czy kulturalnych. W poniższym artykule badania zostały celowo ograniczone do crowdfundingu udziałowego (*equity-based crowdfunding, investment crowdfunding*), ponieważ ten rodzaj crowdfundingu do listopada 2022 r. ma zostać uregulowany w polskim prawodawstwie w formie ustawy. Wynika to bezpośrednio z zaplanowanego implementowania do krajowego porządku prawnego rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/1503 z 7 października 2020 r. w sprawie europejskich dostawców usług finansowania społecznościowego<sup>3</sup>. Prawne uregulowanie działalności platform crowdfundingowych i finansowania społecznościowego jest powiązane z podejmowanymi już wcześniej próbami „unormowania”

---

<sup>1</sup> Przeglądy definicji crowdfundingu można znaleźć m.in. w: Estellés-Arolas, González-Landón-de-Guevara (2012); Majewski (2020); Pluszyńska (2018).

<sup>2</sup> Szerzej o crowdfundingu jako zjawisku m.in.: Adhikary, Kutsuna, Hoda (2018); Bayraktar (2020); Dziuba (2012); Landström, Parhankangas, Mason (2019).

<sup>3</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/1503 z 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. Urz. UE L 2020.347.1 (dalej jako: rozporządzenie ECSP).

działalności tego rynku w Polsce. Najważniejszymi inicjatywami, obok działań podejmowanych przez same platformy crowdfundingowe, są działania Komisji Nadzoru Finansowego (KNF) i Związku Przedsiębiorstw Finansowych w Polsce (ZPF).

Na potrzeby niniejszego artykułu crowdfunding udziałowy został zdefiniowany jako proces pozyskiwania kapitałów przez przedsiębiorstwo od nieograniczonej liczby kapitałodawców (fundatorów) za pośrednictwem Internetu. Pozyskiwanie kapitałów odbywa się w modelu inwestycyjnym opartym na zakupie akcji lub udziałów za pośrednictwem platform crowdfundingowych. Ten model finansowania przedsiębiorstw związany jest ze średnim ryzykiem inwestycyjnym ze strony fundatorów oraz oczekiwaniem zwrotu z inwestycji przez fundatora w średnim terminie. Poziom złożoności procesu inwestycji i wycofania się z niej jest raczej wysoki.

W krajowej literaturze crowdfunding udziałowy jest najczęściej badany pod względem podmiotowym i przedmiotowym oraz stosowanych modeli. Większość opracowań koncentruje się jednak na analizie rynku crowdfundingu do 2018 r., czyli tuż przed dynamicznym rozwojem tego rynku. Praktycznie w każdym badaniu wysuwane są konkluzje, że brak uregulowań prawnych hamuje rozwój tego rynku<sup>4</sup>. Mniej uwagi poświęca się ochronie interesów inwestorów (fundatorów) przy inwestowaniu w kampanie crowdfundingowe<sup>5</sup>. W tej sytuacji, uwzględniając specyfikę crowdfundingu udziałowego (czyli lokowania środków przez fundatorów w spółki), podjęte i planowane działania podmiotów tworzących rynek crowdfundingu udziałowego, zaplanowane podwyższenie limitu kampanii crowdfundingowej z 1 mln do 5 mln euro oraz wprowadzenie notyfikacji prowadzonej działalności bez konieczności uzyskiwania zezwoleń w każdym z państw członkowskich UE skłaniają do zastanowienia, jak zmiany te wpłyną na poziom bezpieczeństwa inwestorów (fundatorów).

Celem artykułu jest wskazanie i ocena działań podjętych przez uczestników polskiego rynku crowdfundingu udziałowego, które to działania mają zmniejszać asymetrię informacji na korzyść fundatorów. Weryfikacji poddano tezę, że wprowadzenie przepisów prawnych zawartych w projekcie ustawy<sup>6</sup> z 2 marca 2022 r. przyczyni się do zmniejszenia asymetrii informacji, czyli do wzmocnienia pozycji fundatorów. Do potwierdzenia postawionej tezy wykorzystano analizę przepisów prawnych i dokumentów oraz analizę przyczynowo-skutkową.

Punktem wyjścia badań był stan rynku crowdfundingu udziałowego w okresie od roku 2012 do czerwca 2022, ze szczególnym uwzględnieniem lat 2019–2021, kiedy nastąpił gwałtowny wzrost polskiego rynku crowdfundingu udziałowego. W dalszej kolejności przedstawiono działania podjęte przez podmioty tworzące krajowy rynek crowdfundingu udziałowego. W pierwszej

<sup>4</sup> Kordela (2018); Koziół-Nadolna (2015); Rymarczyk (2019); Stępnicka, Wiączek (2020); Swacha-Lech (2019).

<sup>5</sup> Gemra (2019); Gomulski (2021); Kaczan (2019); Majewski (2020); Pancer-Cybulska, Dąbrowska (2018).

<sup>6</sup> Druk nr 2269. Rządowy projekt ustawy o finansowaniu społecznosciowym dla przedsięwzięć gospodarczych i pomocy kredytobiorcom, <<https://www.sejm.gov.pl/Sejm9.nsf/druk.xsp?nr=2269>>.

kolejności uwaga została skierowana na projekt ustawy o finansowaniu społecznościami i rozporządzeniu ECSP. Następnie wskazano działania UKNF i ZPF oraz platform crowdfundingowych. Opracowanie zamyka podsumowanie z wnioskami.

## II. RYNEK CROWDFUNDINGU UDZIAŁOWEGO W POLSCE

Początki rynku crowdfundingu w Polsce sięgają roku 2008, kiedy działalność rozpoczął Kokos.pl, czyli platforma crowdfundingowa specjalizująca się w crowdfundingu pożyczkowym. Podstawą działalności Kokos.pl było umożliwienie udzielania pożyczek w modelu pożyczek społecznościami. Przez kolejne lata rozwijany był głównie crowdfunding charytatywny. Dopiero w roku 2012 działalność rozpoczęła pierwsza platforma crowdfundingowa działająca w modelu crowdfundingu udziałowego – Beesfund. Jednocześnie doszło do wyraźnego podziału rynku crowdfundingu w Polsce na dwie części. W ramach pierwszej rozwijają się platformy związane z crowdfundingiem donacyjnym (charytatywnym) i crowdfundingiem sponsorskim. W drugiej grupie są platformy działające w modelu crowdlendingu i crowdfundingu udziałowego. Artykuł poświęcony jest crowdfundingowi udziałowemu, dlatego w dalszej części uwaga skupiona jest tylko na nim.

Do działającej od roku 2012 platformy Beesfund kolejne platformy dołączyły dopiero w 2016, tj. platforma Crowdway i Find Funds. Do roku 2020 działalność rozpoczęły kolejne cztery platformy, pomimo podniesienia w 2018 limitu emisji do 1 mln euro. Pewnego rodzaju ożywienie nastąpiło dopiero w 2021 r., kiedy zapowiedziano podwyższenie wartości kampanii crowdfundingowych do 5 mln euro. Działalność rozpoczęło wówczas 10 platform. Ostatecznie w marcu 2022 r. funkcjonowało już 17 platform, a trzy platformy zakończyły działalność (Crowdangels i Crowdcube w 2015 przeprowadziły ostatnie kampanie, platforma Ideowi.pl zakończyła działalność w 2016, nie przeprowadzając żadnej kampanii opartej na crowdfundingu udziałowym). W okresie od 2012 do czerwca 2022 r. platformy współpracowały ze spółkami przy 254 emisjach na kwotę ponad 280 mln zł<sup>7</sup>. Dodatkowo cztery emisje zostały zakończone przed czasem przez emitentów a jedna emisja została wstrzymana przez UKNF.

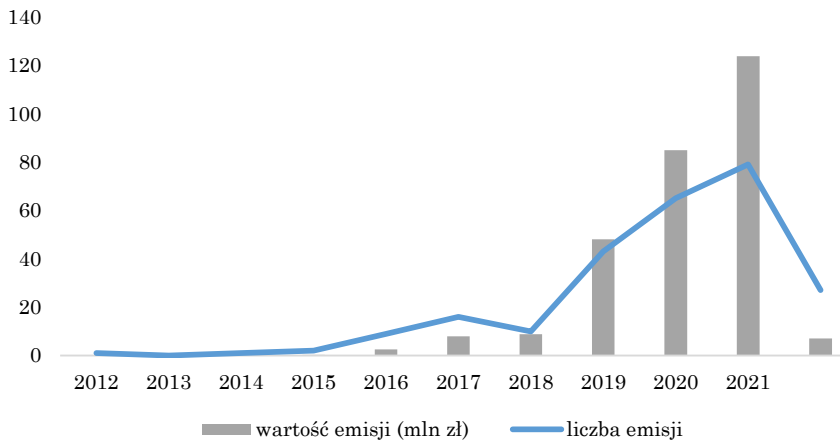
Pierwszą emisję crowdfundingową przeprowadzono w roku 2012 (wykres 1). Była to emisja platformy crowdfundingowej Beesfund. Ożywienie, czyli zarówno wzrost liczby, jak i wartości emisji, nastąpiło w roku 2019 i trwało do 2021. Widać to szczególnie w ostatnich trzech latach, w których wzrost wartości i liczby emisji był z roku na rok coraz większy. Ostatecznie rok 2021 został zamknięty wartością pozyskanego kapitału na poziomie prawie 124 mln zł. Średni poziom skuteczności, czyli pozyskanie przynajmniej zakładanej kwoty emisji, w okresie 2012 – czerwiec 2022 wynosi 66%

---

<sup>7</sup> Wszystkie dane liczbowe podane w tym punkcie artykułu pochodzą z Trzebiński (2022) i bazy emisji crowdfundingowych <<http://crowdfunding.ue.wroc.pl>>.

Wykres 1

Liczba i wartość emisji w okresie od 2012 do marca 2022 r.

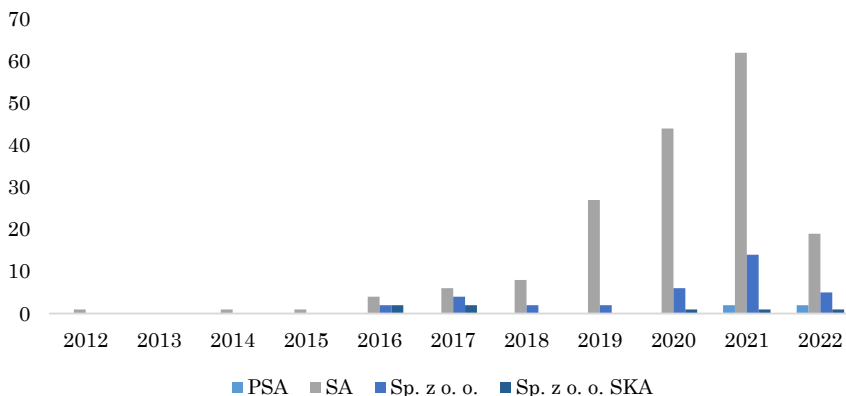


Źródło: opracowanie własne na podstawie Trzebiński (2022) i danych z bazy emisji crowdfundingowych <<http://crowdfunding.ue.wroc.pl>>.

Na pozyskanie kapitału w drodze emisji crowdfundingowej decydowały się najczęściej spółki akcyjne nienotowane na żadnej giełdzie. Pośród 212 spółek, które przeprowadziły publiczne kampanie crowdfundingowe, 169 było spółkami akcyjnymi a 40 spółkami z ograniczoną odpowiedzialnością. Sześć podmiotów miało formę prawną spółki z ograniczoną odpowiedzialnością spółka komandytowo-akcyjna, trzy były prostymi spółkami akcyjnymi, jeden podmiot miał formę spółki komandytowo-akcyjnej (wykres 2).

Wykres 2

Forma prawna spółek w okresie od 2012 do marca 2022 r.

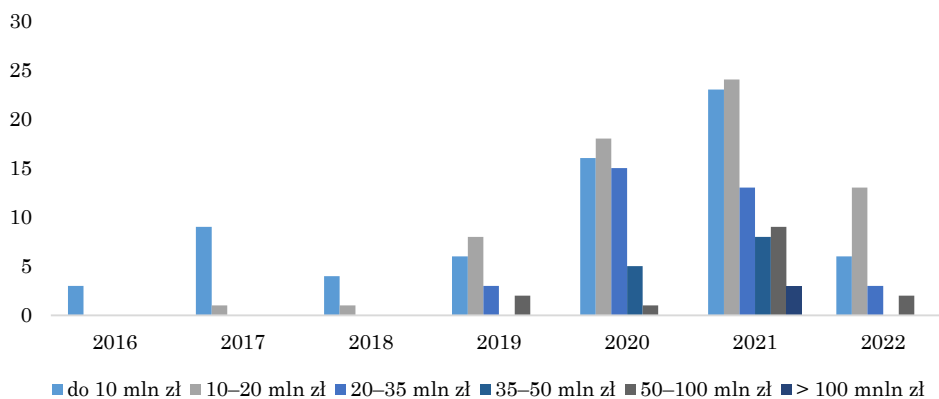


Źródło: opracowanie własne na podstawie Trzebiński (2022) i danych z bazy emisji crowdfundingowych <<http://crowdfunding.ue.wroc.pl>>.

O wzroście zainteresowania crowdfundingiem jako alternatywną formą pozyskania kapitałów świadczy również wzrost liczby spółek średniej wielkości. O ile w latach 2016–2018 dominowały spółki o wycenie pre-money (przed emisją crowdfundingową) w wysokości do 10 mln zł, o tyle w latach 2019–2022 więcej było spółek z wycenami do 20 mln zł. Dużo spółek miało wyceny w przedziale od 20 do 35 mln zł (36 podmiotów w okresie od 2016 do czerwca 2022). Spółki o wartości od 35 do 100 mln zł zaczęły korzystać z crowdfundingu udziałowego we współpracy z platformami crowdfundingowymi dopiero w 2019 r. i łącznie do czerwca 2022 takich spółek było 25. Dodatkowo w 2021 r. z emisji crowdfundingowych skorzystały trzy spółki z wycenami powyżej 100 mln zł.

### Wykres 3

Liczba spółek w podziale na wartość wyceny w okresie od 2016 do marca 2022 r.



Źródło: opracowanie własne na podstawie Trzebiński (2022) i danych z bazy emisji crowdfundingowych <<http://crowdfunding.ue.wroc.pl>>.

W marcu 2022 r. na rynku funkcjonowało przynajmniej 17 platform crowdfundingowych, z czego dwie nie przeprowadziły żadnej emisji. Gdy uwzględnimy skumulowane wartości przeprowadzonych emisji przez poszczególne platformy, widoczne jest podział rynku na dwie grupy platform. Na koniec 2021 r. liderami rynku były cztery platformy: Crowdway (31,3% udział w rynku, uwzględniając emisje z okresu 2012–2021), Beesfund (27,6%), CrowdConnect (21,9%) i FindFunds (9,6%). Na dalszych miejscach znalazły się platformy, których udziały w rynku łącznie wyniosły poniżej 10%. Pozycję lidera do 2020 r. zajmował Beesfund. Zmiana nastąpiła dopiero w 2021 r., kiedy liderem został Crowdway. Trzecie miejsce do 2019 r. zajmował FindFunds, a od 2020 – Crowdconnect (tabela 1).

Właściwie wszystkie platformy nie specjalizują się we współpracy z określoną branżą. Przeprowadzone dotąd emisje dotyczą spółek z wielu branż, przy czym najczęściej z gamingu, branży konopnej i aplikacji mobilnych. Tak

samo nie ma specjalizacji w zakresie formy prawnej spółek. Jedynie FindFunds specjalizował się w obsłudze spółek z ograniczoną odpowiedzialnością (25 na 30 emisji dotyczyło spółek z o.o.).

**Tabela 1**

Skumulowana wartość emisji platform crowdfundingowych w latach 2016–2021 (w mln zł)

Platforma	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Crowdway	0,56	4,70	9,11	19,89	45,53	85,89
Beesfund	2,36	5,87	9,19	32,53	57,17	75,69
Crowdconnect	–	–	–	1,22	25,52	60,21
Find Funds	0,19	0,62	0,72	9,01	14,56	26,54
Emiteo	–	–	–	–	–	8,50
FundedByMe	–	–	0,97	4,27	4,63	5,02
StockAmbit	–	–	–	–	–	4,12
Smartfunds	–	–	–	1,10	1,10	3,82
Navigator Crowd	–	–	–	–	–	1,22
ShareVentures.com	–	–	–	–	0,00	0,00
Emisje.com	–	–	–	–	–	1,08
Forc.ee	–	–	–	–	–	0,60
Raisemana.com	–	–	–	–	–	0,32
Investoor.eu	–	–	–	–	–	0,00
Wspólnicy.pl	–	–	–	–	–	brak danych
SkyAnts	–	–	–	–	–	brak emisji
Crowdfund	–	–	–	–	–	brak emisji
Razem	3,11	11,19	19,99	68,02	148,51	273,00

Źródło: opracowanie własne na podstawie Trzebiński (2022) i danych z bazy emisji crowdfundingowych <<http://crowdfunding.ue.wroc.pl>>.

Ostatnią zmienną, która charakteryzuje crowdfunding jako inwestycję, jest liczba fundatorów. Ze względu na brak danych i brak możliwości sprawdzenia, czy jeden fundator lokuje środki w wielu projektach, liczbę fundatorów można jedynie oszacować. W okresie 2012 – czerwiec 2022 r. z crowdfundingu udziałowego jako sposobu inwestycji skorzystało około 86 tys. inwestorów (dane z 254 emisji).

Podsumowując, należy stwierdzić, że inwestorzy (fundatorzy) znajdują się na gorszej pozycji niż sponsorzy emisji. Inwestorzy nie mają dostępu do pełnych informacji o sponsorach emisji, czyli są stroną transakcji objętą asy-

metrią informacji. Brak przepisów prawnych powoduje, że o zakresie przekazywanych informacji decydują przede wszystkim sponsorzy emisji, a w mniejszym stopniu platformy crowdfundingowe.

W dalszej części artykułu przedstawiono przegląd literatury dotyczący istnienia zjawiska asymetrii informacji w crowdfundingu. Następnie scharakteryzowano działania, które mogą zmniejszyć asymetrię informacji i wzmocnić ochronę interesów fundatorów.

### III. ASYMETRIA INFORMACJI W CROWDFUNDINGU – PRZEGLĄD LITERATURY

Jak zauważa Lissowska<sup>8</sup>, w crowdfundingu udziałowym asymetria informacji występuje na poziomie fundatorów (udziałowców) i sponsorów emisji oraz na poziomie sponsorów emisji i platform crowdfundingowych. Z kolei Ahlers, Cumming, Günther i Schweitzer<sup>9</sup> wskazują, że źródłem asymetrii informacji jest udział niedoświadczonych inwestorów oraz ewaluacja nowych projektów i spółek w początkowej fazie funkcjonowania. Natomiast Yasar<sup>10</sup> podkreśla, że inwestorzy pozyskują informację przede wszystkim z platform crowdfundingowych. Turan<sup>11</sup> zidentyfikował pięć najważniejszych grup ryzyka (finansowe, prawne, operacyjne, strategiczne i reputacja), którymi zarządzanie eliminuje negatywny wpływ asymetrii informacji.

Można przypuszczać, że kluczowa rola, jaką odgrywają platformy crowdfundingowe, wpływa na zakres przeprowadzanych badań i poświęcanie większości analiz nierównowadze w dostępie do informacji z ich poziomu. W badaniach dominują dwa tematy. Jednym z nich jest wpływ platform crowdfundingowych na sposób komunikowania przez spółki. Drugim – selekcja spółek, które przeprowadzą za ich pośrednictwem kampanie crowdfundingowe.

W ramach komunikowania za kluczowe czynniki, które zmniejszają poziom asymetrii informacji wskazywane są takie czynniki, jak posiadane patenty i doświadczenie kadry zarządzającej<sup>12</sup>. Znaczenie ma także częstotliwość – im częściej, tym lepiej<sup>13</sup>. Z kolei Tomboc<sup>14</sup> w ramach przeprowadzonych analizy wskazał, że poziom asymetrii informacji może być zmniejszony przez system ocen i tworzenie miejsca do dyskusji o spółce i jej kampanii<sup>15</sup>.

<sup>8</sup> Lissowska (2018).

<sup>9</sup> Ahlers et al. (2015).

<sup>10</sup> Yasar (2021).

<sup>11</sup> Turan (2015).

<sup>12</sup> Ahlers et al. (2015); Baum, Silverman (2004); Florin, Lubatkin, Schulze (2003).

<sup>13</sup> Ahlers et al. (2015); Block, Hornuf, Moritz (2018); Moritz, Block, Lutz (2015).

<sup>14</sup> Tomboc (2013).

<sup>15</sup> Warto dodać, że takie same rozwiązania proponuje wprowadzić Martins Pereira (2017).



Kolejne badania wskazują na istotną rolę platform w eliminowaniu asymetrii informacji przez odpowiednią selekcję spółek<sup>16</sup>. Mäschle<sup>17</sup> rekomenduje rozliczanie spółek przed kolejną kampanią ze sposobu wykorzystania środków z poprzednich kampanii. Z kolei Löher wykazał, że niemieckie platformy crowdfundingowe dostosowują kryteria oceny spółek zależnie od ich poziomu rozwoju i etapu, na jakim się znajdują<sup>18</sup>.

W tym miejscu należy nadmienić, że w ramach badań poświęconych czynnikom sukcesu kampanii crowdfundingowych pośrednio analizowany jest również wpływ różnych czynników na poziom asymetrii informacji. Można przyjąć, że im niższy poziom asymetrii, tym wyższe są kwoty zebrane w ramach kampanii i krótszy czas na ich zebranie. Z wielu badań nad czynnikami sukcesu kampanii crowdfundingowych wynika, że im więcej udostępnionych inwestorom informacji, tym lepsze są rezultaty kampanii<sup>19</sup>.

#### IV. PROJEKT USTAWY O FINANSOWANIU SPOŁECZNOŚCIOWYM

Z uzasadnienia projektu ustawy<sup>20</sup> z 2 marca 2022 r. o finansowaniu społecznościowym wynika, że przepisy prawne są wprowadzane nie tylko z konieczności wprowadzenia rozporządzenia ECSP do krajowego prawodawstwa, ale także nadania KNF odpowiednich uprawnień nadzorczych i licencyjnych oraz zapewnienia poprawności i prawdziwości informacji podawanych w dokumentach informacyjnych związanych z emisjami crowdfundingowymi.

W projekcie ustawy przewidziano szereg wymogów prawnych, które muszą spełnić platformy crowdfundingowe. Najważniejszym z nich jest posiadanie licencji KNF na prowadzenie działalności dostawcy usług finansowania społecznościowego. Zapis ten mocno wzmacnia ochronę interesów inwestorów, ponieważ wprowadza nadzór i kontrolę nad działalnością platform crowdfundingowych, które funkcjonują – tak samo jak inne podmioty finansowe – jako instytucje zaufania publicznego. Dodatkowo platformy zostaną zobowiązane do przygotowania, stosowania i upublicznienia procedur rozpatrywania skarg i reklamacji oraz zapobiegania powstawaniu konfliktom interesów. Generalnie z przepisów wybrzmiewa, że dostawcy usług finansowania społecznościowego mają działać zgodnie z najlepiej pojętym interesem swoich klientów, czyli inwestorów (fundatorów).

---

<sup>16</sup> Cumming, Meoli, Vismara (2019); Hagedorn, Pinkwart (2016); Löher (2017); Salomon (2016).

<sup>17</sup> Mäschle (2012).

<sup>18</sup> Löher (2017).

<sup>19</sup> Szeroki przegląd badań nad czynnikami wpływającymi na efektywność kampanii crowdfundingowych Mochkabadi, Volkmann (2020); Shneor, Zhao, Flåten (2020); Yasar (2021).

<sup>20</sup> Druk nr 2269. Rządowy projekt ustawy o finansowaniu społecznościowym dla przedsiębiorstw gospodarczych i pomocy kredytobiorcom, <<https://www.sejm.gov.pl/Sejm9.nsf/druk.xsp?nr=2269>>.

W ustawie przewidziano kilka narzędzi bezpośrednio związanych z zapewnieniem wysokiego poziomu ochrony inwestorów. Szerszego omówienia wymagają te, które będą wpływały na zmniejszenie poziomu asymetrii informacji. Po pierwsze, przewidziano możliwość świadczenia usług finansowania społecznościowego na rzecz inwestorów niedoświadczonych, których można w skrócie określić jako inwestorów nieprofesjonalnych. Inwestorzy niedoświadczeni, zgodnie z zapisami w projekcie ustawy, mają otrzymać arkusz kluczowych informacji i oświadczyć, że posługują się językiem, w którym sporządzono ten arkusz. Natomiast na poziomie rozporządzenia ECSP inwestorzy niedoświadczeni zobowiązani są do wykonania testu wiedzy i symulacji zdolności ponoszenia strat. Celem tego działania jest uświadomienie inwestorom niedoświadczonym czynników ryzyka związanych z finansowaniem społecznościowym. Dodatkowo w rozporządzeniu ECSP wprowadzono okres namysłu przed zawarciem umowy. Oznacza to, że inwestor niedoświadczony może wycofać złożoną ofertę inwestycyjną w przeciągu czterech dni kalendarzowych liczonych od dnia złożenia oferty. Wycofanie oferty nie wiąże się z żadnymi kosztami po stronie inwestora.

Po drugie, inwestorzy muszą otrzymywać rzetelne i niewprowadzające w błąd komunikaty marketingowe, przede wszystkim w zakresie kosztów, ryzyka finansowego i kryteriów wyboru projektów.

Po trzecie, narzędziem, które w największym stopniu wpłynie na zmniejszenie asymetrii informacji jest arkusz kluczowych informacji (Key Investment Information Sheet, KIIS). Arkusz kluczowych informacji podzielony jest na kilka części i obejmuje szereg informacji o sponsorze kampanii crowdfundingowej, czynnikach ryzyka oraz ewentualnych opłatach i kosztach. W skrócie arkusz kluczowych informacji ma składać się z ośmiu części. Część A ma zawierać informacje dotyczące właściciela projektu oraz informacje odnoszące się do projektu opartego na finansowaniu społecznościowym. Część B obejmie główne cechy procesu finansowania społecznościowego oraz, stosownie do przypadku, warunki pozyskania kapitału lub pożyczania środków finansowych, z kolei część C czynniki ryzyka, część E – informacje dotyczące spółki celowej, część F – prawa inwestorów, część G – ujawnienie informacji dotyczących pożyczek, część H – opłaty, informacje i prawne mechanizmy dochodzenia roszczeń, część I – informacje na temat indywidualnego zarządzania portfelem pożyczek podawane przez dostawców usług finansowania społecznościowego. Na tej podstawie można przyjąć, że celem sporządzenia KIIS jest zmniejszenie asymetrii informacji i dostarczenie inwestorom jak najwięcej przydatnych informacji do podjęcia jak najlepszej z poziomu ochrony ich interesów decyzji inwestycyjnej.

W tym miejscu należy wskazać, że wprowadzenie przepisów prawnych regulujących funkcjonowanie platform crowdfundingowych i samego procesu finansowania w ramach kampanii crowdfundingowych jest konieczne do zmniejszenia poziomu asymetrii informacji. Dzięki odpowiednio skonstruowanym przepisom, a takimi są zapisy w procedowanej ustawie, możliwe jest wyeliminowanie cenzury informacji na poziomie sponsorów emisji oraz platform. Jak wskazuje Lissowska<sup>21</sup>, im więcej informacji posiada platforma, tym bardziej wiarygodne są

<sup>21</sup> Lissowska (2018).

oceny projektów do finansowania, ale także możliwość cenzurowania przez platformy przekazywanych informacji fundatorom. Konieczność publikowania KIIS w dużym stopniu zapobiegnie występowaniu asymetrii informacji na poziomie sponsorzy kampanii–platforma i platforma–fundatorzy.

## V. DZIAŁANIA UKNF

Zgodnie z obowiązującym prawem UKNF nie nadzoruje rynku crowdfundingu udziałowego, co nie oznacza, że nie podejmuje działań związanych z działaniem tego rynku. KNF przede wszystkim informuje i edukuje inwestorów. Już w kwietniu 2020 r. KNF opublikował stanowisko dotyczące zasad funkcjonowania platform crowdfundingu inwestycyjnego<sup>22</sup>. W dokumencie tym nie tylko zawarto listę aktów prawnych, które mają zastosowanie do działalności platform crowdfundingowych, lecz także wskazano standardy działania platform i sponsorów emisji. Z punktu widzenia inwestorów w dokumencie tym wskazano, że przekaz reklamowy nie może wprowadzać w błąd i musi być rzetelny oraz obejmować wszystkie istotne informacje związane z emisją. Dodatkowo wskazano, że wszystkie informacje dotyczące emisji muszą być zamieszczone na specjalnej stronie internetowej sponsora emisji, dotyczy to również możliwości dokonania zapisu na akcje i udziały. Oznacza to, że platformy crowdfundingowe na swoich stronach internetowych mogą publikować tylko dane dotyczące postępu emisji i ogólne informacje o emitencie. Podjęte przez UKNF działania wpływają na zmniejszenie poziomu asymetrii informacji.

UKNF kontroluje również na bieżąco zgodność przeprowadzanych kampanii z obowiązującymi przepisami prawa. Przykładem tego działania jest nakaz wycofania jednej kampanii crowdfundingowej ze względu na podjęte przez spółkę działania reklamujące tę kampanię oraz drugiej kampanii, w której spółka nie podjęła uchwały o podwyższeniu kapitału.

## VI. DZIAŁANIA ZPF

ZPF działa na rynku crowdfundingu jako podmiot wspierający. Z poziomu celu artykułu należy wskazać dwie aktywności, które są bezpośrednio związane ze zmniejszaniem asymetrii informacji. Po pierwsze, w marcu 2021 r. ZPF przygotował Zasady Dobrych Praktyk Operatorów platform crowdfundingowych<sup>23</sup>. Jak zaznaczono w preambule, ich celem jest ujednoczenie praktyk biznesowych całego rynku finansowania społecznościowego. W ramach podstawowych zasad działania wskazano takie wartości, jak uczciwe i rzetelne

---

<sup>22</sup> Stanowisko Urzędu Komisji nadzoru Finansowego dotyczące zasad funkcjonowania tzw. platform crowdfundingu inwestycyjnego, <[https://www.knf.gov.pl/dla\\_rynku/crowdfunding/platformy](https://www.knf.gov.pl/dla_rynku/crowdfunding/platformy)> [dostęp: 30.05.2022].

<sup>23</sup> Zasady Dobrych Praktyk Operatorów Platform Crowdfundingowych. Warszawa 2021.

prorowadzenie działalności, dbanie o interes inwestorów, unikanie konfliktu interesów, weryfikowanie sponsorów emisji i sprawdzanie wiarygodności podawanych przez nich danych i informacji.

Drugim działaniem jest współtworzenie bazy publicznych emisji crowdfundingowych, w której zawarte są takie informacje o przeprowadzonych emisjach, jak m.in.: liczba inwestorów, wysokość zebranego kapitału, cena akcji/udziału, planowana data debiutu na giełdzie, branża. Podstawowym zadaniem tej bazy jest zwiększenie transparentności rynku crowdfundingu udziałowego.

## VII. DZIAŁANIA PLATFORM CROWDFUNDINGOWYCH

Platformy crowdfundingowe nie mają narzuconych standardów przeprowadzania emisji, w tym zakresu informacji i sposobu ich przekazywania. Ogólne wskazówki przygotowane przez UKNF czy też ZPF stanowią inspirację dla prowadzących platformy, a nie obowiązek ich stosowania. Uwzględniając informacje przedstawiane przez platformy crowdfundingowe na stronach poszczególnych emisji, należy stwierdzić, że zachowywane są wysokie standardy informacyjne, przez co podejmowane działania wpływają na zmniejszenie poziomu asymetrii informacji.

Praktycznie wszystkie platformy na swoich stronach internetowych zamieszczają podstawowe informacje o emisji, w tym nazwę emitenta, krótki opis prowadzonej działalności przez spółkę, wysokość planowanego do pozyskania finansowania, wysokość zebranego kapitału, liczbę inwestorów i liczbę dni do końca kampanii. Z kolei na stronach poszczególnych kampanii zakres przekazywanych informacji jest o wiele szerszy. Platformy crowdfundingowe przedstawiają na swoich stronach praktycznie ten sam zakres informacji, dlatego też można wykorzystać przykładową emisję jednej z platform do pokazania zakresu informacji. W ramach rzetelnego informowania na stronie kampanii można znaleźć takie informacje, jak:

- zgromadzony kapitał, kwota emisji, postęp procentowy emisji, liczba inwestorów, pozostały czas, data zakończenia, próg powodzenia (opcjonalnie), branża, wycena spółki przed i po emisji, procent oferowanych akcji/udziałów, cena emisyjna akcji/udziału,

- opis projektu, w tym podstawowe informacje o działalności sponsora emisji, zespół zarządzający, cele inwestycyjne i plany na przyszłość, wskazanie najważniejszych wydarzeń w historii sponsora emisji, model biznesowy,

- perspektywa wyjścia (w jaki sposób inwestor będzie mógł odzyskać zainwestowane środki),

- opis ryzyk związanych z daną spółką i przeprowadzaną emisją crowdfundingową.

Poza tym udostępniane są dokumenty finansowe i inne dokumenty, które mogą wnieść informacje na temat spółki oraz obligatoryjnie dokument informacyjny przygotowany zgodnie z art. 37a ustawy o ofercie pu-

blicznej<sup>24</sup>. W dokumencie tym należy podać co najmniej podstawowe informacje o emitencie papierów wartościowych, w tym informacje finansowe, podstawowe informacje o planowanym sposobie wykorzystania środków uzyskanych z emisji papierów wartościowych oraz podstawowe informacje o istotnych czynnikach ryzyka.

Informacje o publicznych emisjach crowdfundingowych i ich podstawowych parametrach zawiera również baza emisji prowadzona przez jedną z platform. Platformy crowdfundingowe organizują także spotkania z przedstawicielami sponsorów emisji w formie webinarium, sesji pytań-odpowiedzi i innych. Wiadac, ze platformy dokladaja starań, aby inwestorzy byli jak najlepiej poinformowani i mieli dostep do pelnej i rzetelnej informacji o sponsorze emisji. Działania te przynoszą pozytywne wyniki w postaci napływu kapitału<sup>25</sup>.

## VIII. WNIOSKI

Celem artykułu było wskazanie i ocena działań podjętych przez uczestników polskiego rynku crowdfundingu, które mają zmniejszać asymetrię informacji na korzyść fundatorów. W artykule zwrócono uwagę na planowane wprowadzenie ustawy o finansowaniu społecznościowym oraz działania podejmowane przez UKNF, ZPF i platformy crowdfundingowe.

Jak wynika z przeprowadzonej analizy przepisów prawnych i działań podejmowanych przez różne podmioty rynku finansowego, poziom asymetrii informacji jest minimalizowany na korzyść inwestorów (fundatorów). Planowane wprowadzenie przepisów rozporządzenia ECSP wzmocni pozycję inwestorów m.in. przez umożliwienie wycofania złożonej oferty inwestycyjnej oraz narzucenie platformom crowdfundingowym konieczności przygotowywania arkuszy kluczowych informacji o sponsorze emisji i samej emisji. Te działania należy ocenić jako pozytywne i konieczne, a także pozytywnie wpływające na rozwój rynku crowdfundingu. Z doświadczeń krajów, które uregulowały funkcjonowanie crowdfundingu, wynika bowiem, że wprowadzone regulacje obniżyły poziom asymetrii informacji i zwiększyła się wartość pozyskiwanych środków w ramach kampanii crowdfundingowych<sup>26</sup>.

Zmniejszanie asymetrii informacji jest istotne, ponieważ coraz więcej przedsiębiorstw i inwestorów interesuje się crowdfundingiem jako sposobem finansowania i inwestowania. Platformy crowdfundingowe dokonują selekcji sponsorów emisji i minimalizują prawdopodobieństwo oszukania inwestorów, jak również same decydują o sposobie i zakresie przekazywanych informacji. Wśród informacji na temat spółek, które można znaleźć na stronach internetowych poszczególnych emisji, znajdują się wszystkie informacje wskazane

---

<sup>24</sup> Ustawa z 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, Dz. U. 2005, Nr 184, poz. 1539).

<sup>25</sup> Block, Hornuf, Moritz (2018); Yasar (2021).

<sup>26</sup> Cumming, Meoli, Vismara (2019); Moritz, Block (2016).

w literaturze jako kluczowe (m.in. historia spółki i prezentacja kadry zarządzającej). Czasami może się zdarzyć, że inwestorzy nie wiedzą, jakich informacji dodatkowych poszukać czy też jak je zinterpretować. Wystandaryzowanie sposobu i zakresu przekazywanych informacji rozwiązuje te problemy. Dodatkowo można rozważyć wprowadzenie systemu oceny ryzyka inwestycyjnego w postaci ratingu, co również wpłynie na zmniejszenie asymetrii informacji. Jak zauważają Cumming i Hornuf<sup>27</sup>, takie rozwiązania są chętnie wykorzystywane przez mniej doświadczonych inwestorów. Trudno ocenić efekty udostępnienia polskim inwestorom tego systemu oceny ryzyka inwestycyjnego, ponieważ taką możliwość daje tylko jedna platforma crowdfundingowa. Wypracowane rozwiązania dla rynku crowdfundingu udziałowego mogą znaleźć także zastosowanie w innych sposobach finansowania przedsiębiorstw na wczesnych etapach rozwoju.

Wśród dalszych kierunków badań najważniejszym z podejmowanych tematów jest możliwość sprawdzenia przez sponsorów emisji efektów wykorzystania pozyskanych środków w ramach kampanii crowdfundingowych, co zmniejszy poziom asymetrii informacji i przyczyni się do zwiększenia zaufania fundatorów. Jest to szczególnie istotne, ponieważ firmy po zakończonych kampaniach komunikują się praktycznie wyłącznie ze swoimi akcjonariuszami i udziałowcami w sposób niejawni. Innym kierunkiem badań może być sprawdzenie, jaki wpływ na podejmowane przez inwestorów decyzje inwestycyjne ma przygotowany arkusz kluczowych informacji. Brakuje także opracowań poświęconych czynnikom sukcesu kampanii crowdfundingowych.

- Adhikary, B.K., Kutsuna, K., Hoda, T. (2018). *Crowdfunding: Lessons from Japan's Approach*. Singapore.
- Ahlers, G.K., Cuming, D., Günther, C., Schweizer, D. (2015). Signaling in equity crowdfunding. *Entrepreneurship: Theory and Practise* 39(4): 955–980.
- Başar, S., Durmaz, A. (eds.) (2020). *Selected Issues on Current International Economics and Macroeconomics*. Cambridge: Cambridge Scholars Publishing.
- Baum, J.A., Silverman, B.S. (2004). Picking winners or building them? Alliance, intellectual, and human capital as selection criteria in venture financing and performance of biotechnology startups. *Journal of Business Venturing* 19(3): 411–436.
- Bayraktar, A. (2020). Valuation of crowdfunding, [w:] S. Başar, A. Durmaz (eds.), *Selected Issues on Current International Economics and Macroeconomics*. Cambridge: 71–78.
- Block, J., Hornuf, L., Moritz, A. (2018). Which updates during an equity crowdfunding campaign increase crowd participation? *Small Business Economics* 50(1): 3–27.
- Brüntje, D., Gajda, O. (eds.) (2016). *Crowdfunding in Europe. State of the Art in Theory and Practice*. Cham: Springer International Publishing.
- Cumming, D.J., Hornuf, L. (2017). Marketplace ending of SMEs. CESifo Working Paper 8100.
- Cumming, D., Meoli, M., Vismara, S. (2019). Investors' choices between cash and voting rights: evidence from dual-class equity crowdfunding. *Research Policy* 48(8): 103740.
- Dziuba, D.T. (2012). Rozwój systemów crowdfundingu: modele, oczekiwania i uwarunkowania. *Problemy Zarządzania* 10(3): 83–103.
- Estellés-Arolas, E., González-Landón-de-Guevara, F. (2012). Towards an integrated crowdsourcing definition. *Journal of Information Science* 38(2): 189–200.

<sup>27</sup> Cumming, Hornuf (2017).

- Florin, J., Lubatkin, M., Schulze, W. (2003). A social capital model of high-growth ventures. *Academy of Management Journal* 46(3): 374–384.
- Gemra, K. (2019). Crowdfunding udziałowy jako forma finansowania rozwoju przedsiębiorstwa. *Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie* 52(3): 47–55.
- Gomulski, K. (2021). Crowdfunding udziałowy jako metoda finansowania inwestycji w branży piwowarstwa rzemieślniczego w Polsce. *Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie* 60(3): 70–81.
- Hagedorn, A., Pinkwart, A. (2016). The financing process of equity-based crowdfunding: an empirical analysis, [w:] D. Brüntje, O. Gajda (eds.), *Crowdfunding in Europe. State of the Art in Theory and Practice*. Cham: 71–85.
- Kaczan, D. (2019). Crowdfunding jako innowacyjna metoda finansowania projektów przez społeczeństwo na przykładzie branży FinTech. *Zarządzanie Mediami* 7(2): 117–125.
- Kordela, D. (2018). Diagnoza rozwoju crowdfundingu udziałowego w Polsce. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu* 531: 241–252.
- Kozioł-Nadolna, K. (2015). Crowdfunding jako źródło finansowania innowacyjnych projektów. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia* 73: 671–683.
- Landström, H., Parhankangas, A., Mason, C. (2019). *Handbook of research on crowdfunding*. Cheltenham.
- Lissowska, M. (2018). Crowdfunding – zjawisko, problemy, regulacja. *Gospodarka Narodowa* 293(1): 59–86.
- Löher, J. (2017). The interaction of equity crowdfunding platforms and ventures: an analysis of the preselection process. *Venture Capital* 19(1/2): 51–74.
- Majewski, P. (2020). Crowdfunding – cechy i typologia. *Gospodarka Narodowa* 301(1): 139–152.
- Martins Pereira, C. (2017). A brief analysis of the new Portuguese equity crowdfunding regime. *Working Papers Jean Monnet Chair* 12/2017.
- Mäschle, O. (2012). Which information should entrepreneurs on German crowdinvesting-platforms disclose? *Thünen-Series of Applied Economic Theory – Working Paper, No. 127*. Rostock: Universität Rostock, Institut für Volkswirtschaftslehre.
- Mochkabadi, K., Volkmann, C.K. (2020). Equity crowdfunding: a systematic review of the literature. *Small Business Economics* 54(1): 75–118.
- Moritz, A., Block, J.H. (2016). Crowdfunding: a literature review and research directions, [w:] D. Brüntje, O. Gajda (eds.), *Crowdfunding in Europe: State of the Art in Theory and Practice*. Cham: 25–53.
- Moritz, A., Block, J., Lutz, E. (2015). Investor communication in equity-based crowdfunding: a qualitative-empirical study. *Qualitative Research in Financial Markets* 7(3): 309–342.
- Pancer-Cybulska, E., Dąbrowska, M. (2018). Crowdfunding w działalności biznesowej. *Ekonomia XXI Wieku* 3(19): 7–25.
- Pluszyńska, A. (2018). Crowdfunding – historia i definiowanie, [w:] A. Pluszyńska, A. Szopa (red.), *Crowdfunding w Polsce*. Kraków: 13–32.
- Pluszyńska, A.; Szopa, A. (eds.) (2018). *Crowdfunding w Polsce*. Kraków: Wydawnictwo Uniwersytetu Jagiellońskiego.
- Rymarczyk, J. (2019). Crowdfunding jako innowacyjna metoda finansowania start-upów. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie / Cracow Review of Economics and Management* 2(980): 97–111.
- Salomon, V. (2016). Emergent models of financial intermediation for innovative companies: from venture capital to crowdinvesting platforms in Switzerland. *Venture Capital* 18(1): 21–41.
- Shneor, R., Zhao, L., Flåten, B.-T. (eds.) (2020). *Advances in Crowdfunding*. Cham: Springer International Publishing.
- Sosnowski, M. (ed.) (2020). *Problemy finansów w obliczu przemian rozwojowych i niepewności*. Wrocław.
- Stępnicka, N., Wiączek, P. (2020). Crowdfunding jako metoda pozyskiwania środków finansowych w Internecie, [w:] M. Sosnowski (red.), *Problemy finansów w obliczu przemian rozwojowych i niepewności*: 135–142.
- Swacha-Lech, M. (2019). Prospects for Crowdfunding Development. *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, sectio H – Oeconomia* 52(4): 113–121.

- Tomboc, G.F. (2013). The lemons problem in crowdfunding. *Journal of Information Technology & Privacy Law* 30(2): 253–280.
- Trzebiński, A.A. (2022). *Crowdfunding udziałowy 3.0. 2021. Związek Przedsiębiorstw Finansowych w Polsce*. Gdańsk.
- Turan, S.S. (2015). Stakeholders in equity-based crowdfunding: respective risks over the equity crowdfunding lifecycle. *Journal of Financial Innovation* 1(2): 141–151.
- Yasar, B. (2021). The new investment landscape: equity crowdfunding. *Central Bank Review* 21(1): 1–16.