

mBank-CASE Seminar Proceedings No. 173/2022

Zeszyt mBank-CASE Nr 173/2022

Place of crowdfunding in financing investment projects in Poland

Miejsce crowdfundingu w finansowaniu projektów inwestycyjnych w Polsce

Marcin Czugan

Michał Karwasiński

Jarosław Mizera

oraz Ewa Balcerowicz
(wprowadzenie)



CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych
CASE – Center for Social and Economic Research

mBank-CASE Seminar Proceedings are a continuation of BRE-CASE Seminar Proceedings, which were first published as PBR-CASE Seminar Proceedings

Zeszyty mBank-CASE są kontynuacją serii wydawniczej Zeszyty PBR-CASE i następującej po niej serii BRE Bank-CASE

CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych – Fundacja Naukowa
ul. Zamenhofa 5/1b, 00-165 Warszawa

mBank SA
ul. Prosta 18, 00-850 Warszawa

Scientific editor / Redakcja naukowa
Dr Ewa Balcerowicz

Series coordinator / Sekretarz Zeszytów
Magdalena Konopacka

Translation of chapters 1 and 2 / Tłumaczenie rozdziałów 1 i 2
Nathaniel Espino

Translation of the introduction and chapter 3 / Tłumaczenie wstępu i rozdziału 3
Jonathan Weber

Proofreading / Korekta
Jonathan Weber

DTP
Aventino

Keywords: investment crowdfunding; equity; crowdfunding platform; Poland; EU

Słowa kluczowe: crowdfunding inwestycyjny; udziały w spółce; platforma crowdfundingowa; Polska; UE

JEL codes: G11, G18, G23

ISBN: 978-83-67407-07-6

Publisher / Wydawca

CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych – Fundacja Naukowa
ul. Zamenhofa 5/1b
00-165 Warszawa

Disclaimer

The paper contains the views of its authors and not of the institutions with which they cooperate.

Nota prawna

Teksty wyrażają poglądy autorów, a nie instytucji, z którymi są związani.

Table of contents

Spis treści

Ewa Balcerowicz

Introduction

Wstęp

5

Marcin Czugan

Chapter 1: The development of investment crowdfunding in Poland

Rozdział 1. Rozwój crowdfundingu inwestycyjnego w Polsce

8

Introduction

Wprowadzenie

8

1.1. Regulatory aspects of the development of crowdfunding

1.1. Rozwój crowdfundingu w ujęciu regulacyjnym

8

1.2. The development of investment crowdfunding in Poland

1.2. Rozwój crowdfundingu inwestycyjnego w Polsce

11

Summary

Podsumowanie

18

Jarosław Mizera

Chapter 2: Crowdfunding as a method of financing business growth: the market participant's perspective

Rozdział 2. Crowdfunding jako metoda finansowania rozwoju przedsiębiorstw: perspektywa uczestnika rynku

20

Introduction

Wprowadzenie

20

2.1. What entities can seek investment from crowdfunding

2.1. Jakie podmioty mogą ubiegać się o pozyskanie środków z kampanii społecznościowych

20

2.2. What benefits an investment crowdfunding campaign offers for companies

2.2. Jakie korzyści dla przedsiębiorcy wynikają z przeprowadzenia kampanii crowdfundingu udziałowego

22

2.3. What issuers should pay attention to. How they should prepare for a public offering via a crowdfunding campaign.

2.3. Na co emitenci powinni zwrócić uwagę. Jak się przygotować do oferty publicznej w kampanii crowdfundingowej

24

Michał Karwasiński

Chapter 3: Impact of EU regulations on the development of investment crowdfunding in Poland

Rozdział 3. Wpływ regulacji unijnych na rozwój crowdfundingu inwestycyjnego w Polsce

26

Introduction

Wprowadzenie

26

3.1. Regulated crowdfunding platforms will create a new segment of the capital market (thesis 1)

3.1. Regulowane platformy crowdfundingowe wykreują nowy segment rynku kapitałowego (teza 1)

27

3.2. Regulated platforms (i.e. regulated crowdfunding) will constitute a lighter version of the regulation than that for the typical capital market (thesis 2)

3.2. Regulowane platformy (czyli regulowany crowdfunding) to będzie lżejsza wersja regulacji niż dla typowego rynku kapitałowego (teza 2)

32

3.3. Regulated crowdfunding is and will be a niche segment of the capital market (thesis 3)

3.3. Crowdfunding regulowany jest i będzie niszowym segmentem rynku kapitałowego (teza 3)

35

Instead of a summary

Zamiast podsumowania

36

Authors' Biographical Notes

Noty biograficzne autorów

37

The List of Previous mBank – CASE Seminar Proceedings

Lista poprzednich publikacji w tej serii wydawniczej

40

Introduction

Wstęp

Crowdfunding for business ventures, commonly referred to interchangeably as investment crowdfunding or equity crowdfunding, is a young practice. It first appeared in the USA (in 2009), and is now a rapidly expanding market in developed economies. The first case of investment crowdfunding in Poland, historically the first issuance, took place in 2012, barely three years later than in the United States.

Such crowdfunding is a form of raising capital from the market (from investors) for the development of companies by entrepreneurs or owners, acting as the issuers. Specialised companies (fintechs) creating so-called crowdfunding platforms for matching demand with supply – and where offerings are announced and transactions carried out – are the market's intermediaries.

The report we are releasing discusses the specifics of investment crowdfunding, or in other words how this form of raising funds differs from older forms of external financing for businesses. It also presents the potential and the role of crowdfunding for the development of the capital market in Poland, describing demand for this type of financing, the level of interest among investors, and what both demand and interest depend on. In November 2021, European regulations were introduced specifically for this new market. Our authors analyse how these regulations will affect the future of equity crowdfunding in Poland.

This issue of mBank-CASE Seminar Proceedings, on crowdfunding in Poland, follows on from a seminar held in March 2022. Three guests at the seminar were experts participating directly in the development of this new component of Poland's capital market, therefore possessing unique knowledge of the specifics of crowdfunding, and its strengths and limitations.

Finansowanie społecznościowe przedsięwzięć gospodarczych, zwane powszechnie crowdfundingiem inwestycyjnym lub udziałowym (zamiennie) jest młodym zjawiskiem. Najwcześniej pojawił się on w USA (w 2009 r.) i jest szybko rozwijającym się rynkiem w gospodarkach rozwiniętych. W Polsce pierwszy przypadek crowdfundingu inwestycyjnego, pierwsza historycznie emisja miała miejsce w 2012 roku, a więc zaledwie trzy lata później niż w Stanach Zjednoczonych.

Crowdfunding to forma pozyskiwania kapitału z rynku (od inwestorów) na rozwój spółek przez przedsiębiorców/właścicieli, którzy występują wówczas w roli emitentów. Pośrednikiem na rynku, który kojarzy popyt z podażą są wyspecjalizowane spółki (*fintechy*), tworzące w tym celu tzw. platformy crowdfundingowe, gdzie umieszcza się oferty i na których dochodzi do transakcji.

Raport, który publikujemy, mówi o specyfice crowdfundingu inwestycyjnego, czyli – inaczej mówiąc – o tym, czym się różni ta forma finansowania od starszych form zewnętrznego finansowania przedsiębiorstw. Opracowanie przedstawia także potencjał i rolę crowdfundingu dla rozwoju rynku kapitałowego w Polsce; mówi o tym, jak się kształtuje popyt na tego typu finansowanie i jakie jest zainteresowanie inwestorów i od czego oba zależą. W listopadzie 2021 r. na ten nowy rynek wkroczyły wprost regulacje europejskie. Autorzy raportu analizują, jak owe regulacje wpłyną na przyszłość crowdfundingu inwestycyjnego w Polsce.

Zeszyt mBank-CASE o crowdfundingu w Polsce jest efektem seminarium, które odbyło się w marcu 2022 r. Gośćmi seminarium byli trzej eksperci, którzy bezpośrednio uczestniczą w rozwijaniu tego nowego elementu rynku kapitałowego w Polsce, a więc mają unikalną wiedzę na temat specyfiki crowdfundingu, jego zalet i ograniczeń.

We begin this publication with a piece by Marcin Czugań, President of the Management Board and Director of the Legal and Legislative Department of the Association of Financial Companies in Poland (ZPF). He outlines the growth of investment crowdfunding in Poland, emphasising that there was a spurt in the development of this new financial services market from 2019 to 2021. There were eight crowdfunding platforms operating in Poland in 2020, accounting for over 60 issues thanks to which companies raised total capital of just over PLN 80 million. The following year (2021) saw the number of platforms double to 16, and the number of issues rose significantly (to 85), their value totalling PLN 123.7 million. From when equity crowdfunding began in Poland in 2012, through 2021, the campaigns achieved a total value of PLN 308 million. M. Czugań is optimistic about the future of the crowdfunding market in Poland. He is convinced that the EU Regulation in this matter, providing a sense of security for participants on the crowdfunding market, will play an important role in the process.

In the second chapter, Jarosław Mizera, co-founder and operations director of the StockAmbit crowdfunding platform, discusses equity crowdfunding from the perspective of businesses using this approach to raise capital. He points out that the owners of a company raising funds through investment crowdfunding must, in return, grant the investors ownership rights that are analogous to their own and simultaneously uniform for the individual investors. The author also draws attention to the fact that the Polish investment crowdfunding market is dominated by players at a fairly early stage of development. In the meantime, there is nothing to prevent well-established entrepreneurs from also using this form of financing. As J. Mizera observes, from both a legal and an organisational point of view equity crowdfunding has the features of a classic public offering, but also has specific features of its own (written about in greater detail by the author of the third chapter). A substantial part of J. Mizera's piece presents the benefits for the entrepreneur from conducting a crowdfunding campaign, while he closes with recommendations as to how issuers should prepare for a public offering when choosing the crowdfunding approach.

Zeszyt rozpoczyna tekst Marcina Czugań, prezesa zarządu i dyrektora Departamentu Prawno-Legislacyjnego Związku Przedsiębiorstw Finansowych w Polsce. Autor przedstawia rozwój crowdfundingu inwestycyjnego w Polsce, podkreślając, że skokowy rozwój tego nowego rynku usług finansowych nastąpił w latach 2019–2021. W 2020 roku działało w Polsce osiem platform crowdfundingowych, na których przeprowadzono ponad 60 emisji; emisje przyniosły spółkom nieco ponad 80 mln zł kapitału. W kolejnym roku (2021) liczba platform się podwoiła (16), liczba emisji znacząco wzrosła (do 85), a ich łączna wartość zamknęła się w kwocie 123,7 mln zł. Przez cały okres istnienia crowdfundingu udziałowego w Polsce, czyli w latach 2012–2021, udało się przeprowadzić kampanie o łącznej wartości 308 mln zł. M. Czugań jest optymistą w sprawie przyszłości rynku crowdfundingu w Polsce. Jest przekonany, że ważną rolę w tym procesie będzie pełnić rozporządzenie unijne, które daje poczucie bezpieczeństwa dla uczestników rynku finansowania społecznościowego.

W rozdziale drugim Jarosław Mizera, współzałożyciel i dyrektor do spraw operacyjnych platformy crowdfundingowej StockAmbit, omawia crowdfunding udziałowy z perspektywy przedsiębiorstw korzystających z finansowania społecznościowego. Autor zwraca uwagę, że właściciele spółki, pozyskując środki z crowdfundingu udziałowego, w zamian muszą przyznać inwestorom uprawnienia właścicielskie, analogiczne do swoich i zarazem jednorodne dla poszczególnych inwestorów. J. Mizera zauważa, że na polskim rynku crowdfundingu inwestycyjnego dominują podmioty znajdujące się w dość wstępnej fazie rozwoju. Tymczasem nic nie stoi na przeszkodzie, aby z tej formy finansowania korzystali też dojrzały przedsiębiorcy. J. Mizera zwraca uwagę, że crowdfunding udziałowy ma – z prawnego i organizacyjnego punktu widzenia – cechy klasycznej oferty publicznej, ale ma też specyficzne cechy (o których szerzej pisze autor rozdziału trzeciego). Znaczącą część wypowiedzi J. Mizery zajmuje przedstawienie korzyści dla przedsiębiorcy, wynikających z przeprowadzenia kampanii crowdfundingowej. Ostatnią część tekstu autor poświęca rekomendacjom, w jaki sposób emitenci powinni się przygotować do oferty publicznej w kampanii crowdfundingowej.

In this issue's third chapter, Michał Karwasiński (of KSZ Smart Legal – Karwasiński Szpringer i Wspólnicy) analyses the impact that the application of EU regulations in Poland will have on the development of investment crowdfunding. The article's structure is interesting: the author presents three common theses, and then confronts each of them. The first thesis claims that the EU regulations will result in the emergence of regulated investment crowdfunding platforms, constituting a new segment of the capital market and as such competing with traditional investment companies (brokerage houses). According to the second, regulated platforms (i.e. regulated crowdfunding) will be a "lighter" version of the regulations binding the typical capital market. ("It would supposedly be significantly simpler for the market to function, and would be subject to noticeably fewer demands than is the case with traditional investment companies. The same would apply to investors: they would not be obliged to meet as many requirements or fill in as many documents as when using providers of brokerage services" p. 26). The third thesis claims that regulated crowdfunding is and will be barely a niche segment of the capital market.

M. Karwasiński concludes his analysis by stating that the new EU regulations on platform-based crowdfunding will undoubtedly curtail the profitability of equity crowdfunding for the platforms conducting it. However, he adds that "if crowdfunding activity pays off for investment companies today, then all the more so it will pay off for crowdfunding platforms which, in organisational terms, will be able to run operations generating somewhat lower regulatory costs (including for personnel)" (p. 36). And this is where M. Karwasiński sees the most positive impact of the EU regulations on the crowdfunding market in Poland.

Enjoy the read!

W trzecim rozdziale Michał Karwasiński (z kancelarii KSZ Smart Legal – Karwasiński Szpringer i Wspólnicy) analizuje, jaki wpływ na rozwój crowdfundingu inwestycyjnego będzie miało zastosowanie w Polsce regulacji unijnych. Tekst jest ciekawie skonstruowany: autor przedstawia trzy popularne tezy, a następnie się z nimi rozprawia. Pierwsza teza mówi, że regulacje unijne spowodują powstanie regulowanych platform crowdfundingu inwestycyjnego, które będą nowym segmentem rynku kapitałowego i jako takie będą konkurować z tradycyjnymi firmami inwestycyjnymi (domami maklerskimi). Według drugiej tezy regulowane platformy (czyli regulowany crowdfunding) będzie stanowił „lżejszą” wersję regulacji niż ta dla typowego rynku kapitałowego. („Funkcjonowanie platformy miałoby być znacznie prostsze i obciążone wyraźnie mniejszą ilością wymogów, niż to ma miejsce w przypadku tradycyjnych firm inwestycyjnych. Podobnie byłoby w przypadku inwestorów: mieliby nie być zobligowani do spełniania tylu wymogów i wypełniania tylu dokumentów, co w przypadku korzystania z podmiotów świadczących usługi maklerskie” s. 26). Trzecia teza, mówi, że crowdfunding regulowany jest i będzie zaledwie niszowym segmentem rynku kapitałowego.

Na zakończenie swojej analizy M. Karwasiński stwierdza, że nowe przepisy unijne dotyczące prowadzonego przez platformy będą bez wątpienia ograniczać opłacalność crowdfundingu inwestycyjnego dla platform go prowadzących. Ale dodaje, że „jeśli obecnie działalność crowdfundingowa opłaca się firmom inwestycyjnym, to tym bardziej będzie się ona opłacała platformom crowdfundingowym, które pod względem organizacyjnym będą mogły prowadzić działalność generującą nieco niższe koszty regulacyjne (w tym kadrowe)” (s. 36). I w tym M. Karwasiński widzi najbardziej pozytywny wpływ regulacji unijnych na rynek crowdfundingu w Polsce.

Zapraszamy do lektury!

Chapter 1: The development of investment crowdfunding in Poland

Rozdział 1. Rozwój crowdfundingu inwestycyjnego w Polsce

Introduction

The biggest crowdfunding campaign in the history of Kickstarter raised \$35.5 million in March 2022. It was run by Brandon Sanderson, an American fantasy and science fiction writer.

We are not seeing quite such figures in Poland, of course, but the development of the investment crowdfunding market here is impressive, and I would like to write about it here.

Looking through the lens of how the crowdfunding market has developed, I'd like to single out a few things. I shall begin by discussing the regulations that affect the market, because it is impossible to talk about the development of crowdfunding without analysing this aspect. This section will be brief, because Michał Karwasiński covers it more broadly in Chapter 3. I will then present the development of crowdfunding in Poland, discussing the results of the latest research featured in the periodical report of the Association of Financial Companies in Poland (ZPF) entitled *Crowdfunding udziałowy 3.0* (Equity crowdfunding 3.0). I shall conclude with a summary.

1.1. Regulatory aspects of the development of crowdfunding

It is important to analyse the regulations affecting the crowdfunding market, because this provides an interesting way to view the history of crowdfunding in Poland. There are many events that have supported or

Wprowadzenie

Największa jak dotąd w historii platformy Kickstarter kampania crowdfundingowa pozwoliła pozyskać w marcu 2022 roku 35,5 mln dolarów. Przeprowadził ją Brandon Sanderson, amerykański pisarz fantastyki naukowej.

W przypadku kampanii crowdfundingu w Polsce nie możemy oczywiście mówić o takich kwotach, ale rozwój rynku społecznościowego finansowania inwestycji jest w naszym kraju imponujący i o nim chciałbym tu napisać.

Patrząc przez pryzmat rozwoju rynku crowdfundingu, chciałbym wyodrębnić kilka rzeczy. Zacznę od omówienia regulacji dotyczących tego rynku, ponieważ nie można mówić o rozwoju crowdfundingu bez analizy tego elementu. Ta część będzie krótka, ponieważ szeroko i wyłącznie o tym aspekcie w rozdziale 3. pisze Michał Karwasiński. Następnie przedstawię rozwój crowdfundingu w Polsce, omawiając wyniki najnowszych badań przedstawionych w cyklicznym raporcie Związku Przedsiębiorstw Finansowych pt. *Crowdfunding udziałowy 3.0*. Tekst zakończę podsumowaniem.

1.1. Rozwój crowdfundingu w ujęciu regulacyjnym

Analiza regulacji dotyczących rynku crowdfundingu jest ważna, ponieważ pokazuje ona w interesujący sposób historię finansowania społecznościowego w Polsce. Jest w niej sporo zdarzeń, które sprzyjały czy warunko-

conditioned the development of this segment of the financial and capital market.

We need to go back to January 2017, when the Polish Financial Supervision Authority (KNF) set up a special team on financial innovation. It was divided into subgroups, whose main mission was to identify barriers to the development of financial innovation and the fintech sector. The crowdfunding subgroup, where representatives of the Association of Financial Companies in Poland (ZPF) were engaged, reached several conclusions that were significant for the development of the market in 2017–2018. At the time, they arrived at the conclusion that there was no need to create separate regulations for crowdfunding, taking into account the turnover that crowdfunding platforms were achieving in Poland. Additionally, in light of the size of the market then it was not generating systemic risk, and as we know the top priority for the KNF that may require intervention is systemic financial risk.

Still, in the course of the KNF team's work we reached the conclusion that at that stage of the market's development a valuable solution would be to create rules of good practice describing how platforms should operate. The ZPF was designated by the Office of the Polish Financial Supervision Authority (UKNF) as an entity with the know-how to draw up such rules. As we began, we invited the platforms present on the market at the time to collaborate with us, and together we prepared an extensive document entitled *Rules of Good Practice for Crowdfunding Platform Operators (2018)*, which describes crowdfunding and the platform behaviour in the area of donation, debt and equity crowdfunding, i.e. all the main types of platform. The significance of this document has of course now diminished due to subsequent legislative actions; nevertheless, the Rules are still in place, and when drawn up they constituted the first document in Poland describing the way crowdfunding platforms operate.

The beginnings of crowdfunding in Poland stretch back to 2012, although rapid growth for this new financial services market was seen in 2017–2019. In 2018 we had a written and functioning set of rules of good practice, but began to feel the lack of a legal environment

wały rozwój tego segmentu rynku finansowego i kapitałowego.

Trzeba się cofnąć do stycznia 2017 roku, kiedy został powołany specjalny Zespół Komisji Nadzoru Finansowego (KNF) do spraw rozwoju innowacji finansowych. Zespół podzielił się na podgrupy, a ich głównym zadaniem było zdiagnozowanie barier w rozwoju innowacji finansowych i sektora FinTech. Podgrupa ds. crowdfundingu, w której w prace zaangażowali się przedstawiciele Związku Przedsiębiorstw Finansowych (ZPF), wypracowała kilka konkluzji, które były znamienne dla ówczesnego okresu rozwoju tego rynku (lata 2017–2018). Wówczas podgrupa doszła do wniosku, że nie ma (na tamten moment) konieczności stworzenia odrębnej regulacji dla crowdfundingu, biorąc pod uwagę obroty, jakie platformy crowdfundingowe w Polsce wtedy osiągały. Ponadto, biorąc pod uwagę wielkość tego rynku w tamtych czasach, podgrupa stwierdziła, że nie generował on ryzyka systemowego, a jak wiadomo, dla Komisji Nadzoru Finansowego ryzykiem numer jeden, wymagającym ewentualnej interwencji, jest ryzyko systemowe rynku finansowego.

Jednakże w ramach prac Zespołu KNF doszliśmy do wniosku, że wartościowym rozwiązaniem na ówczesnym etapie rozwoju rynku byłoby stworzenie zasad dobrych praktyk opisujących sposób funkcjonowania platform. ZPF został wskazany przez Urząd Komisji Nadzoru Finansowego (UKNF) jako podmiot przygotowany merytorycznie do opracowania takich zasad. Przystępując do pracy, zaprosiliśmy do współpracy działające wówczas na rynku platformy i wspólnie przygotowaliśmy bardzo obszerny dokument pt. *Zasady Dobrych Praktyk Operatorów Platform Crowdfundingowych (2018)*, który opisuje crowdfunding i zachowania platformy w ramach crowdfundingu donacyjnego, pożyczkowego, inwestycyjnego, a więc wszystkich podstawowych form platform crowdfundingowych. Oczywiście znaczenie tego dokumentu obecnie zmalało w związku z późniejszymi działaniami legislacyjnymi, tym niemniej Zasady nadal obowiązują, a w momencie ich tworzenia były pierwszym w Polsce dokumentem opisującym sposób działania platform crowdfundingowych.

Początki crowdfundingu w Polsce miały miejsce w 2012 roku, ale dynamiczny rozwój tego nowego rynku usług finansowych nastąpił w latach 2017–2019. W 2018

that would give market participants greater security. And the KNF took on this role of building a legal framework.

The first element – in the context of the functioning of platforms – was the position of the UKNF of March 2019, regarding the definition of the service of offering financial instruments contained in Article 72 of the Act on trading in financial instruments. This constituted an important guideline for platforms in regard to this form of activity, where a brokerage licence is required for its legality. On the other hand, the platforms wanted to have legal certainty about what operations could be undertaken under the freedom of business activities, when they are not required to apply for a special licence.

In April 2020 the UKNF issued a second, more comprehensive position on the rules of operation for equity crowdfunding platforms. It laid out the operating framework for platforms; in particular, it indicated and explained the content of the legal regulations applicable to crowdfunding platforms' operations and to issuers using their services, which according to the UKNF should be applied by operators of crowdfunding platforms and by issuers using these platforms.

We cannot, of course, overlook the regulatory processes taking place in the European Union, which culminated in the adoption on 7 October 2020 of Regulation (EU) 2020/1503 of the European Parliament and of the Council on European crowdfunding service providers for business. The adoption of this Regulation demonstrated recognition of crowdfunding's significance for the financial market in the EU and its member states. Before it was drafted and adopted, work began in March 2018 on a legal act intended to regulate crowdfunding on an EU-wide level. It was decided to use the legal format of an EU regulation, the assumption being that it would apply only to debt and equity crowdfunding, and exclusively in relation to a business as the beneficiary of the service.

roku mieliśmy spisane i funkcjonujące zasady dobrych praktyk, ale zaczęło brakować otoczenia prawnego, które dawałoby większe bezpieczeństwo prawne uczestnikom rynku. I tę rolę zbudowania otoczenia prawnego wzięła na siebie Komisja Nadzoru Finansowego.

Pierwsze historycznie – w kontekście działania platform – było stanowisko UKNF z marca 2019 roku na temat definicji usługi oferowania instrumentów finansowych, zawartej w art. 72 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Stanowiło ono istotną wskazówkę dla platform, kiedy mamy do czynienia z tą formą aktywności, która dla swojej legalności, wymaga zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej. Z drugiej strony platformy chciały mieć pewność prawną, jakie działania są możliwe do podjęcia w ramach swobody działalności gospodarczej, nie wymagające aplikowania o specjalne zezwolenie.

W kwietniu 2020 roku UKNF wydał drugie, jeszcze bardziej kompleksowe stanowisko, dotyczące zasad funkcjonowania platform crowdfundingu inwestycyjnego. Wyzaczyło ono ramy funkcjonowania platform, w tym w szczególności wskazało i wyjaśniło treść przepisów prawnych mających zastosowanie w działalności platform crowdfundingowych oraz emitentów korzystających z ich usług, które w ocenie UKNF powinny być stosowane przez podmioty prowadzące platformy crowdfundingowe oraz przez emitentów korzystających z tych platform.

Nie możemy oczywiście nie poruszyć kwestii procesów regulacyjnych toczących się w Unii Europejskiej, które zakończyły się ostatecznie przyjęciem 7 października 2020 r. przez Parlament Europejski i Radę Rozporządzenia (2020/1503) w sprawie europejskich dostawców usług finansowania społecznościowego dla przedsiębiorstw gospodarczych. Uchwalenie tego rozporządzenia było przejawem dostrzeżenia znaczenia crowdfundingu dla rynku finansowego w UE i krajach członkowskich. Zanim doszło do jego wypracowania i przyjęcia, w marcu 2018 r. zaczęły się prace nad aktem prawnym, którego zadaniem było uregulowanie crowdfundingu na poziomie całej UE. Zdecydowano się na przygotowanie formy prawnej w postaci rozporządzenia UE, które już w założeniu miało dotyczyć wyłącznie crowdfundingu pożyczkowego i inwestycyjnego oraz wyłącznie w relacji z przedsiębiorcą jako beneficjentem usługi.

So we have an EU Regulation, known colloquially as the Crowdfunding Regulation, which took effect on 10 November 2021, and will be applied directly, setting out the legislative future of the crowdfunding sector in Poland. But we are still missing one important element: an act implementing the EU Regulation in Poland, which will determine who (as the EU Regulation describes it) the “competent authority” issuing the authorisations is. Without this, platforms cannot operate under the new provisions. We know intuitively that authorisations will be issued by the Office of the Polish Financial Supervisory Commission, but this has to be written into national legislation. Fortunately, the legislative process has sped up significantly recently, and we expect a national law incorporating the EU regulation to be passed and brought into effect soon.

Mamy więc rozporządzenie unijne (zwane potocznie rozporządzeniem crowdfundingowym), które weszło w życie 10 listopada 2021 r. i będzie stosowane wprost, wyznaczając przyszłość legislacyjną sektora finansowania społecznościowego w Polsce. Ale brakuje nam jeszcze jednego istotnego elementu – ustawy wdrażającej rozporządzenie w Polsce, w której będzie przesądzone, kto jest- (jak to ujmuje rozporządzenie unijne) ”właściwym organem” udzielającym zezwolenia. Bez niej platformy nie mogą działać na podstawie nowych przepisów. My wiemy intuicyjnie, że zezwolenie będzie wydawać Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, ale trzeba to zapisać w przepisach krajowych. Na szczęście w ostatnim okresie proces legislacyjny znacznie przyspieszył i wkrótce spodziewamy się uchwalenia i wejście w życie krajowej ustawy wdrażającej Rozporządzenie UE.

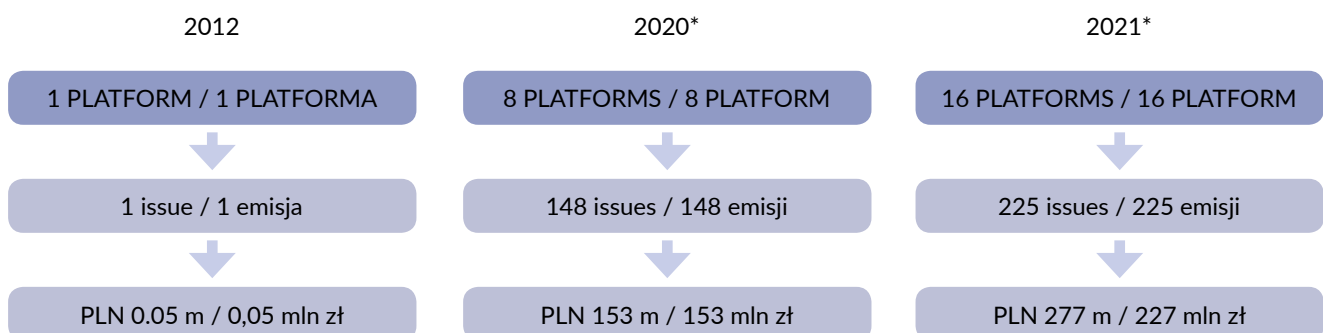
1.2. The development of investment crowdfunding in Poland

So what are the figures for the development of equity crowdfunding? We decided that we wanted to periodically show the equity crowdfunding market in numbers, to emphasise its development and transparency. The Association of Financial Companies in Poland brings together several equity crowdfunding platforms, but of course the Polish market is significantly larger, and we wanted the report to be comprehensive, to include all of its participants.

1.2. Rozwój crowdfundingu inwestycyjnego w Polsce

A jak się przedstawia rozwój crowdfundingu inwestycyjnego w liczbach? Zdecydowaliśmy, że chcemy pokazywać cyklicznie rynek crowdfundingu inwestycyjnego w liczbach, aby podkreślić jego rozwój i transparentność. Związek Przedsiębiorstw Finansowych w Polsce zrzesza kilka platform crowdfundingu udziałowego, ale rynek jest oczywiście znacznie bogatszy, a my chcieliśmy, żeby raport był kompleksowy i obejmował wszystkich uczestników polskiego rynku.

Diagram 1. The growth of equity crowdfunding, 2012-2021
Diagram 1. Rozwój crowdfundingu udziałowego, lata 2012-2021



* cumulative data, i.e. from 2012 to 2020 and 2021 respectively (editor's note). /

* dane skumulowane, czyli od 2012 roku do odpowiednio 2020 i 2021 r. (przyj. red.).

Source: *Crowdfunding udziałowy* 3.0, p. 7. / Źródło: *Crowdfunding udziałowy* 3.0, s. 7.

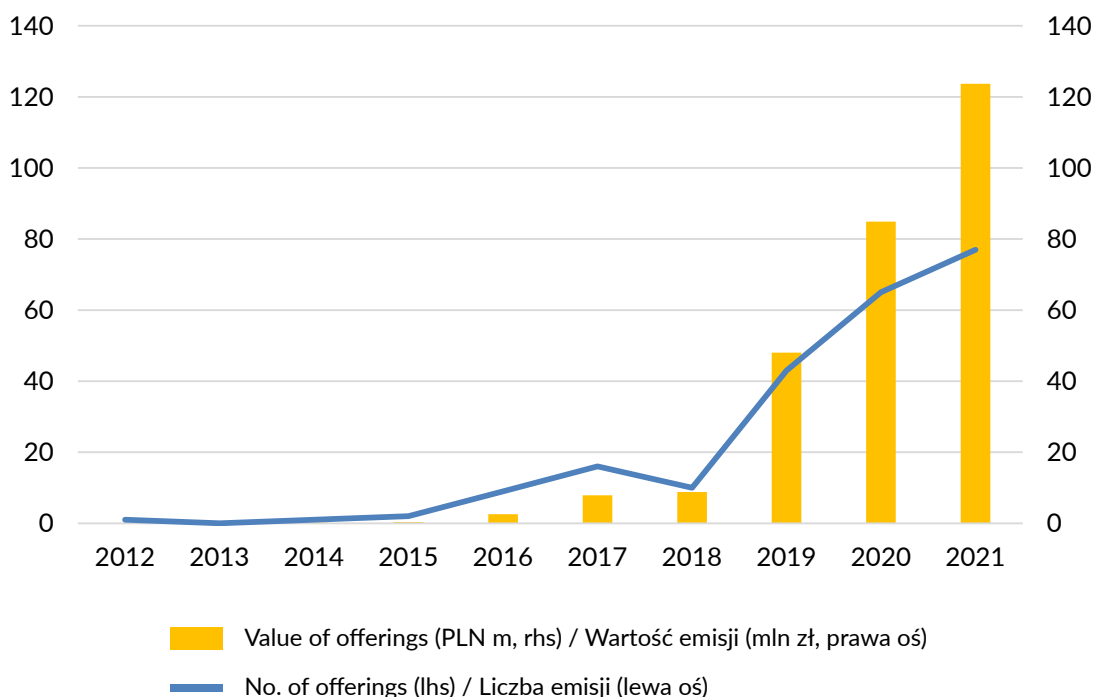
As I have already mentioned, crowdfunding began back in 2012, when the first offering was conducted, for PLN 50,000 (see Diagram 1). At the time it seemed a large amount, considering that we were raising funds from the market, from investors, and doing so in a new way. The big jump came in 2019–2021. In 2020, eight crowdfunding platforms were operating in Poland, and 60 offerings were carried out on them, raising capital of just over PLN 80 million for companies. 2021 was a record year: 85 offerings, with a total value of PLN 123.7 million, and twice as many platforms.

Throughout the existence of equity crowdfunding in Poland, meaning in 2012–2021, campaigns have been conducted for a total value of PLN 308 million. So where does the difference between this amount and PLN 277 million (as shown in Diagram 1) come from? The latter value is the result of campaigns conducted via platforms, while there were also companies that raised financing independently, outside the platforms. Can we call that crowdfunding? In our Report we decided that we could, and estimated this amount at PLN 42 million.

Jak już wspominałem, początek crowdfundingu to rok 2012, kiedy została przeprowadzona pierwsza emisja, a jej kwota wyniosła 50 tysięcy zł (zob. diagram 1). Wtedy wydawało się to dużą sumą, biorąc pod uwagę, że zbieramy środki z rynku, od inwestorów i robimy to w nowy sposób. Skokowy rozwój rynku nastąpił w latach 2019–2021. W 2020 roku działało w Polsce osiem platform crowdfundingowych, na których przeprowadzono ponad 60 emisji; emisje przyniosły spółkom nieco ponad 80 mln zł kapitału. Rekordowy był 2021 rok: 85 emisji o łącznej wartości 123,7 mln zł i dwa razy większa liczba platform.

Przez cały okres istnienia crowdfundingu udziałowego w Polsce, czyli w latach 2012–2021, udało się przeprowadzić kampanie o łącznej wartości 308 mln zł. Z czego wynika różnica między tą kwotą, a 277 mln zł ujętymi w diagramie 1? Ta ostatnia suma to rezultat kampanii, które były przeprowadzone za pośrednictwem platform, natomiast były też spółki, które pozyskiwały finansowanie samodzielnie, poza platformami. Czy możemy to nazwać crowdfundingiem? W naszym Raporcie przyjęliśmy, że tak i oszacowaliśmy tę kwotę na 42 mln zł.

Figure 1: Number and value of crowdfunding offerings in Poland, 2012–2021
Wykres 1. Liczba i wartość emisji crowdfundingowych w Polsce, lata 2012–2021



Source: *Crowdfunding udziałowy 3.0*, p. 9 / Źródło: *Crowdfunding udziałowy 3.0*, s. 9.

The crowdfunding market started to become noticeable only in 2017–2018 (see Figure 1), when the number of campaigns was around 10. The big jump came in 2019 (50 campaigns) and the following two years. In 2021 there were already over 80 campaigns, with a total value of over PLN 120 million. The pace of growth in crowdfunding in 2019–2021 was impressive: in 2021 the value of offerings was 47% higher than a year earlier, and 157% higher than in 2019. Of course, this is thanks to the efforts of everyone operating on this market.

The effectiveness of an offering is key information for market participants; we evaluate it using the value of the amount raised as a percentage of the planned amount of the offering concerned (the so-called offering success indicator). The indicator's average value in 2021 was 67%, meaning that on average companies raised two-thirds of the amount they sought. Of course, there were many offerings that finished above 100%; among these, the leaders were offerings of shares in computer gaming companies, which in 16 sales raised an average of 103% of their intended amounts. Another sector with very high effectiveness is cannabis, with 91% in six offerings.

Rynek crowdfundingu zaczyna być widoczny dopiero w latach 2017–2018 roku (zob. wykres 1), kiedy liczba kampanii wynosiła ok. 10. Skokowy wzrost nastąpił w 2019 roku (50 kampanii) i kolejnych dwóch latach. W 2021 roku było już ponad 80 kampanii o łącznej wartości ponad 120 mln zł. Dynamika wzrostu crowdfundingu w latach 2019–2021 była imponująca: wzrost wartości emisji w roku 2021, w porównaniu do roku poprzedniego, wyniósł 47%, a w ciągu dwóch lat (2021/2019) aż 157%. Jest to oczywiście zasługa wszystkich tych, którzy na tym rynku operują.

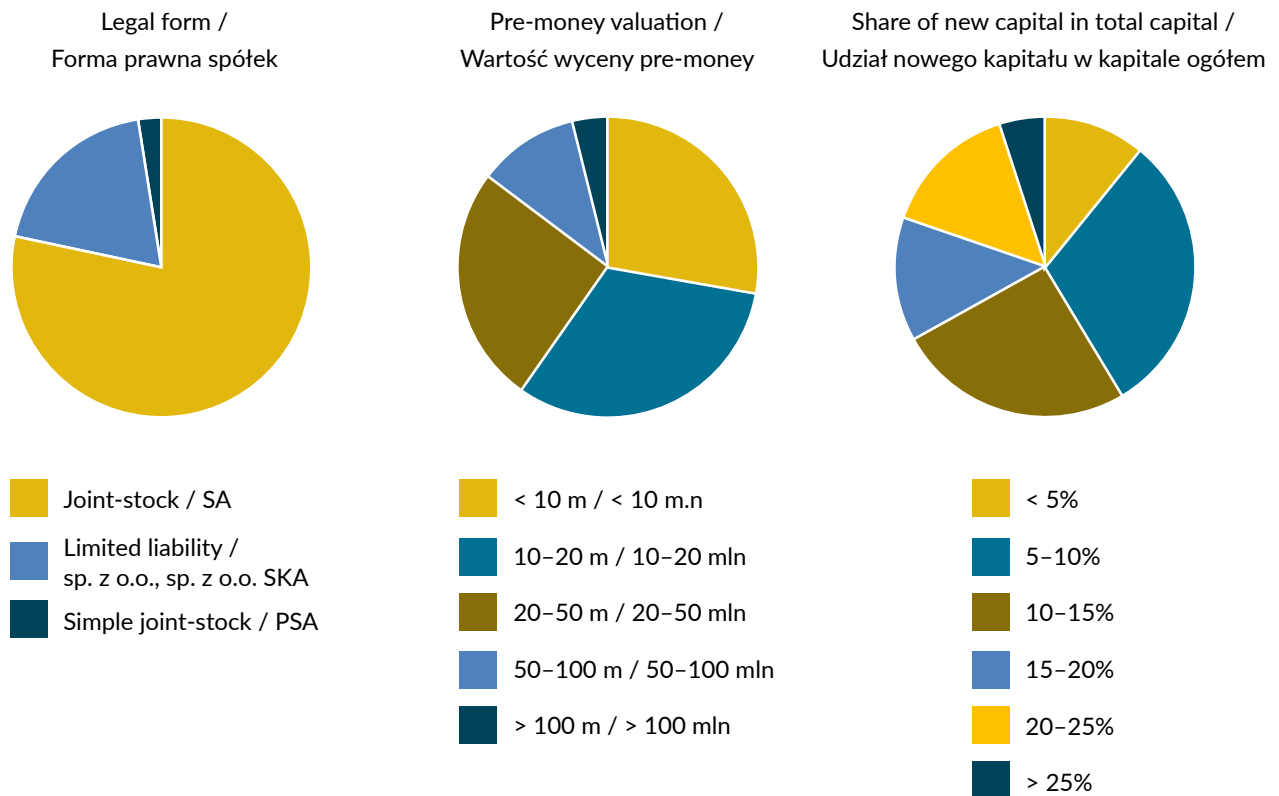
Ważną dla uczestników rynku informacją jest skuteczność emisji, którą oceniamy za pomocą wielkości odsetka zebranej kwoty w porównaniu z zaplanowaną kwotą danej emisji (tzw. wskaźnik skuteczności emisji). Przeciętny wskaźnik skuteczności emisji w 2021 roku wyniósł 67%, czyli średnio firmy pozyskały w kampanii crowdfundingowej 2/3 założonej kwoty. Oczywiście było wiele emisji, które zakończyły się zebraniem ponad 100%. Wśród nich prym wiodły emisje akcji/udziałów spółek zajmujących się grami komputerowymi (spółki tzw. gamingowe), które średnio zebrały 103% założonych w emisjach kwot (emisji było 16). Drugą branżą, z bardzo wysoką skutecznością emisji jest branża konopna: 91% (6 emisji).

Selected facts about crowdfunding offerings in 2021
Wybrane fakty o emisjach crowdfundingowych w 2021 r.

<p>The shortest campaign lasted just 7 minutes (Kombinat Konopny) / 7 minut trwała najkrótsza emisja (Kombinat Konopny)</p>	<p>PLN 4.55 million largest sale / 4,55 mln zł najwyższa emisja</p>
<p>1 company → 4 sales / 1 spółka → 4 emisje</p>	<p>2 companies → 3 sales each / 2 spółki → po 3 emisje 21 companies → 2 sales each / 21 spółek → po 2 emisje</p>
<p>PLN 8.7 million raised by Kombinat Konopny in two sales / 8,7 mln zł pozyskał Kombinat Konopny w dwóch emisjach</p>	<p>PLN 8.7 million raised by Alembik Polska in two sales / 8,7 mln zł pozyskał Alembik Polska w dwóch emisjach</p>

Source: *Crowdfunding udziałowy 3.0*, p. 12. / Źródło: *Crowdfunding udziałowy 3.0*, s. 12.

Figure 2: Company profiles and the importance of crowdfunding for them, 2021
Wykres 2. Charakterystyka spółek i znaczenie crowdfundingu dla nich, 2021 r.



Source: *Crowdfunding udziałowy 3.0*, p. 17. / Źródło: *Crowdfunding udziałowy 3.0*, s. 17.

Now for a few interesting facts about offerings in 2021. The shortest sale in Poland in 2021 took barely 7 minutes. Kombinat Konopny, a cannabis company, closed its sale in such an incredibly short time, which was an outstanding result. The biggest sale was for PLN 4.55 million. One company, encouraged by the success of its first sale, decided to conduct its fourth capital-raising campaign via a crowdfunding platform. Two companies, Kombinat Konopny and Alembik Polska, raised PLN 8.7 million each in 2021, from two sales, which must be acknowledged as an impressive result.

What kinds of company use crowdfunding? The answer for 2021 is shown in Figure 2. The first graphic shows the legal form of entities that use crowdfunding. Before I saw this data, I had suspected that limited companies (*spółka z o.o.*) had a high share. But in 2021 joint-stock companies (*spółka akcyjna*) clearly dominated, with 66; there were far fewer limited companies (14), about 20% of the total. Meanwhile, the first two issues via crowd-

Teraz kilka ciekawostek o emisjach prowadzonych w 2021 roku. Najkrótsza emisja w Polsce w 2021 roku trwała zaledwie 7 minut. Kombinat Konopny zamknął swoją emisję w tak krótkim czasie, co było znakomitym wynikiem. Największa emisja wyniosła 4,55 mln zł. Jedna spółka zachęcona sukcesem pierwszej emisji, zdecydowała się już na czwartą akcję zbierania kapitału przez platformę crowdfundingową. Dwie spółki, Kombinat Konopny i Alembik Polska w roku 2021 w dwóch emisjach pozyskały z rynku 8,7 mln zł każda, co trzeba uznać za imponujący wynik.

Jakie firmy korzystają z crowdfundingu? Odpowiedź dla 2021 roku daje wykres 2. Pierwsza grafika mówi o formach prawnych podmiotów korzystających z crowdfundingu. Zanim zobaczyłem te dane, przypuszczałem, że duży jest udział spółek z.o.o. Tymczasem w 2021 r. zdecydowanie dominowały spółki akcyjne (takich było 66), spółek z.o.o. było dużo mniej (14) i przypadają na nie około 20 % wszystkich emisji. Natomiast pojawiły się

funding by simple joint-stock companies (*prosta spółka akcyjna*) appeared; the intent of the creators of this new legal form was that such entities would use crowdfunding to raise funds.

The middle chart (see Figure 2) shows the size of company that most often uses crowdfunding. We assess company size based on the pre-money valuation, i.e. its value before the crowdfunding (the standard is the discounted cash flow method). The valuation of companies using crowdfunding in 2021 ranged from PLN 1 million to 156 million. The largest company was valued at PLN 156 million. Crowdfunding was used most often by entities worth PLN 10 million to 20 million (26 companies). There were slightly fewer entities valued at PLN 1–10 million. The third-largest group was of those valued at PLN 20–50 million (21 companies). The least numerous were very large companies, valued at more than PLN 100 million (three companies) and large ones, in the range of PLN 50–100 million (nine companies).

The third chart (in Figure 2) shows the share of new capital (raised through crowdfunding) in companies' total capital, i.e. the degree to which the company owners were willing to share ownership rights with investors from the market. The average value was 12% of this capital, which must be seen as limited readiness. Four companies opted for issues of more than one-quarter of their capital, which testifies to their owners' quite high willingness to allow new investors in. But the clear majority of companies (46) offered shares in a range of barely 5–15% of their existing capital. Far fewer companies were in the remaining brackets (i.e. 15–25%).

Our ambition is not only to research the state of play in company crowdfunding today. We also want to know what happens later with the companies that receive new capital, in particular whether they debut on public markets – either the Warsaw Stock Exchange's NewConnect market for smaller companies, or the main trading floor. This is important, because one of the key elements of investing in a crowdfunding issue is the ability to exit later. Because of the lack of a secondary market and legal limitations, the best solution seems to be listing the shares on NewConnect. Of the 85 compa-

pierwsze emisje dla prostej spółki akcyjnej (dwa przypadki PSA korzystające z crowdfundingu), która w zamysłu twórców takiej formy prawnej, ma być docelowym podmiotem, który właśnie za pośrednictwem crowdfundingu będzie pozyskiwał środki finansowe od inwestorów.

Środkowy diagram na wykresie 2 pokazuje, jakiej wielkości firmy najczęściej korzystają z crowdfundingu. Wielkość firmy oceniamy na podstawie tzw. wyceny „pre-money”, czyli wartości spółki przed skorzystaniem z crowdfundingu (standardowo wykorzystuje się metodę DCF, czyli metodę dochodową opartą na zdyskontowaniu przepływów pieniężnych). Wycena spółek korzystających z crowdfundingu w 2021 roku mieściła się w przedziale 1–156 mln. Największa spółka została wyceniona na 156 mln zł. Z crowdfundingu najczęściej korzystały spółki o wartości w przedziale 10–20 mln zł (było ich 26). Nieco mniej było podmiotów wycenianych na 1–10 mln zł; trzecią najliczniejszą grupą były te wyceniane w przedziale 20–50 mln zł (21 podmiotów). Najmniej liczne były bardzo duże, czyli spółki z wyceną powyżej 100 mln zł (3 spółki) oraz duże spółki, czyli w przedziale 50–100 mln (9 spółek).

Trzeci diagram (zob. wykres 2) pokazuje, jaki był udział nowego kapitału (pozyskanego z crowdfundingu) w kapitale danej spółki, czyli w jakim stopniu właściciele spółki byli gotowi podzielić się prawami właścicielskimi z inwestorami z rynku. Średnia wartość wyniosła 12 % tego kapitału, co trzeba ocenić jako gotowość ograniczoną. Cztery spółki zdecydowały się na emisję powyżej ¼ kapitału, co świadczyło o dość dużej skłonności właścicieli do dopuszczenia nowych inwestorów. Ale zdecydowana większość podmiotów (46) oferowała akcje lub udziały zaledwie w przedziale od 5 do 15 % dotychczasowego kapitału. W pozostałych przedziałach (czyli 15–25%) było ich dużo mniej.

Naszą ambicją jest nie tylko badanie stanu na dziś, czyli ustalenie jak wyglądają akcje crowdfundingowe spółek. Chcemy także wiedzieć, co się dzieje później z przedsiębiorstwami, które pozyskują dodatkowy kapitał, a w szczególności, czy będą one debiutowały na rynku publicznym, czyli na NewConnect albo na dużym parkiecie. To jest ważne, ponieważ jednym z kluczowych elementów inwestycji w ramach emisji crowdfundingowych jest przyszła możliwość wyjścia z niej. Ze względu na brak

nies that issued in 2021, only five were already on that market. Of course, this is not a large number, but the mere fact that companies of this kind also decided to raise capital using crowdfunding platforms shows that there is significant interest in this form of funding. Our survey shows that some of the remaining 80 companies wanted to enter NewConnect in 2021. Unfortunately, for reasons including the effects of the pandemic that year, none of these debuts came to fruition, but many companies planned their debut in 2022 (27 companies) or in later two years (22 companies).

Which sectors use crowdfunding? The gaming sector accounts for the greatest value of issues: 21.8% of all issuance in 2021. The cannabis sector was also very active. In third place were mobile applications, e-commerce and IT services. These were the three leaders. I would also like to mention producers of craft alcoholic beverages; there were not many such companies, but their issues were large, even by global crowdfunding standards. Worth mentioning here is that the largest crowdfunding issue in the world was carried out by BrewDog, a Scottish craft brewer. As we can see, the craft alcohol industry in Poland, as in the West, is developing via crowdfunding, a way of raising capital frequently chosen by such companies.

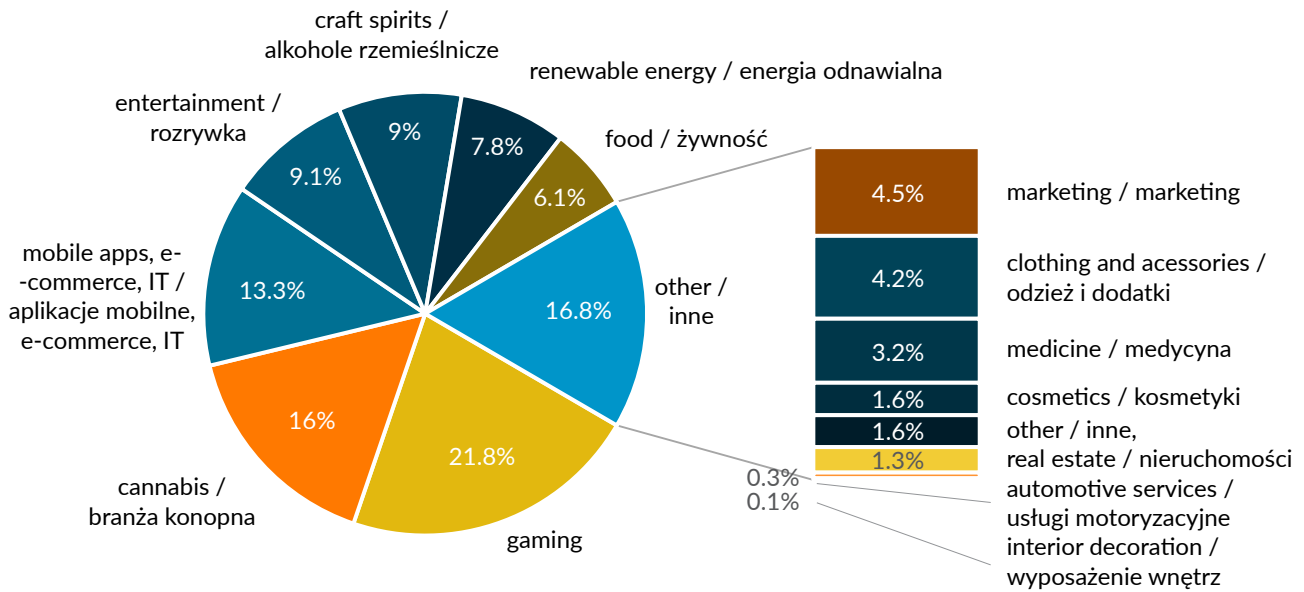
In 2021 there were 16 platforms operating on the Polish crowdfunding market. Figure 4 shows individual participants' shares in the market. Four platforms carried out the highest number of issues: Beesfund (26 issues), Crowdway (20), Crowdconnect (14) and FindFunds (10). By the value of funds raised by the platforms in 2021, Crowdway was the leader with 40.4%, with Crowdconnect in second place with 34.7%.

rynku wtórnego i ograniczenia prawne, najlepszym rozwiązaniem wydaje się być notowanie akcji na New Connect. Z 85 spółek, które przeprowadziły emisje w roku 2021, tylko pięć już funkcjonowało na rynku NewConnect. Oczywiście to nie jest duża liczba, ale sam fakt, że i takie spółki decydowały się na pozyskanie kapitału za pośrednictwem platform crowdfundingowych pokazuje, że ta forma pozyskania kapitału jest bardzo interesująca. Z naszej ankiety wynika, że część z pozostałych 80 firm chciała wejść na NewConnect w roku 2021. Niestety, m.in. dlatego, że to był specyficzny rok – pandemiczny, tych debiutów nie udało się zrealizować, ale sporo spółek zaplanowała swój debiut w roku 2022 (27 podmiotów) lub w kolejnych dwóch latach (22 spółki).

Jakie branże korzystają z crowdfundingu? Największa wartość emisji przypadła na spółki z branży gry komputerowe (*gaming*) – 21,8 % wszystkich emisji w 2021 r. Bardzo aktywne były również spółki z branży konopnej. Trzecie miejsce zajęła branża: aplikacje mobilne, e-commerce i usługi IT. To byli trzej liderzy. Chciałbym także wspomnieć o producentach alkoholi rzemieślniczych; tych spółek nie było dużo, ale duże były ich emisje i to nawet z perspektywy globalnego (światowego) rynku crowdfundingu. Warto w tym miejscu podać, że największą emisję crowdfundingową na świecie przeprowadził BrewDog, browar rzemieślniczy ze Szkocji. Jak widać, branża alkoholi rzemieślniczych w Polsce – podobnie jak na Zachodzie – rozwija się za pośrednictwem crowdfundingu i jest to sposób pozyskania kapitału często wybierany przez takie firmy.

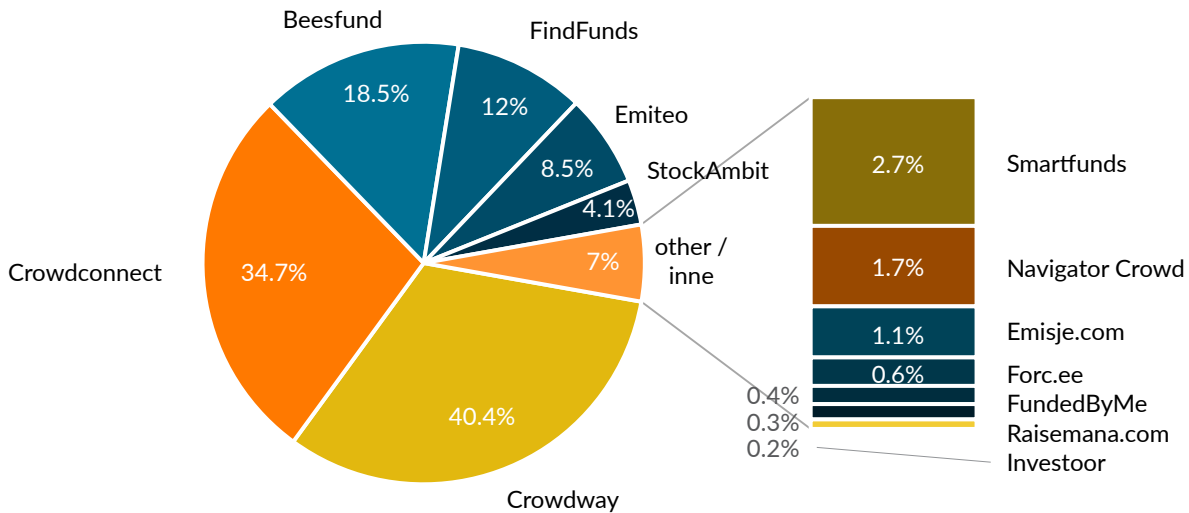
W 2021 na rynku crowdfundingu w Polsce działało 16 platform. Wykres 4 pokazuje udział w rynku jego poszczególnych uczestników. Największą liczbę emisji przeprowadziły następujące cztery platformy: Beesfund (26 emisji), Crowdway (20), Crowdconnect (14) oraz FindFunds (10). Biorąc pod uwagę wartość ogółem emisji zorganizowanych przez platformy w roku 2021 widzimy, że liderem był Crowdway (40,4 %), a drugie miejsce zajął Crowdconnect (34,7 %).

Figure 3: Value of share issuance by sector, 2021
Wykres 3. Wartość emisji akcji i udziałów wg branż, 2021 r.



Source: Crowdfunding udziałowy 3.0, p. 16. / Źródło: Crowdfunding udziałowy 3.0, s. 16.

Figure 4: Crowdfunding platforms' market share; issues in 2012-2021
Wykres 4. Udział platform crowdfundingowych w rynku crowdfundingu, emisje w l. 2012-2021



Source: Crowdfunding udziałowy 3.0, p. 19. / Źródło: Crowdfunding udziałowy 3.0, s. 19.

Summary

In 2021, companies worked with crowdfunding platforms to raise capital of PLN 1234 million from the market. Sixteen platforms conducted 85 public offerings. The market's growth rate is impressive: in 2021 the total value of sales was up 46% year on year, while even greater growth was noted over the two years 2019–2021, at 157%. We have singled out what we call the 4+ club, meaning those companies that have raised at least PLN 4 million in a single offering. It has 19 members, of which eight joined in 2021 – which also shows how dynamically the market is growing. We will soon need to create a 5+ club, 6+, and so on – and may they have many members! The value of the crowdfunding market at the end of 2021 was PLN 308 million, of which PLN 277 million was raised via platforms and PLN 42 million outside them.

In conclusion, I would like to raise an issue that is important for maintaining the high rate of growth in crowdfunding. For the market to be able to develop, platforms must feel secure. Crowdfunding platforms look at the market and regulations not from the perspective of threats, but from that of opportunities. The so-called Crowdfunding Regulation (see Point 1.1) is just such an opportunity for the market. The entry into force of a new national law, in turn, will give crowdfunding platforms the opportunity to obtain an authorisation, and to operate on the new rules appropriate for the Crowdfunding Regulation, opening up a new stage in platforms' development. I am confident that it will be just as dynamic as it has been to date, if not even more so.

Additionally, the Crowdfunding Regulation includes a very important cross-border element. Polish companies that have successfully introduced the crowdfunding model will also be able to expand abroad. And this is also one of the goals of the EU legislators in drawing up the regulation on crowdfunding. Let us hope that a year from now, when we publish our next report on crowdfunding – or perhaps earlier, because we are monitoring crowdfunding on an ongoing basis (please visit our website, zpf.pl, for a continuously updated list of crowdfunding offerings in Poland) – that the market's growth rate will be even greater than it has been, although that will not be easy.

Podsumowanie

W roku 2021 we współpracy z platformami crowdfundingowymi firmy pozyskały z rynku 123 mln zł kapitału. 16 platform przeprowadziło 85 publicznych emisji. Dynamika wzrostu rynku jest imponująca: w 2021 r. w porównaniu z rokiem poprzednim wartość emisji ogółem była o 46 % większa, w ciągu dwóch lat 2021–2019 dynamika wyniosła 157 %. Wyodrębniliśmy tzw. klub 4+, czyli klub spółek, które pozyskały 4 mln zł w pojedynczej emisji. Mamy w nim 19 podmiotów, z tej liczby niemal połowa (8) spółek dołączyła w roku 2021, co też pokazuje jak szybki i dynamiczny jest wzrost rynku crowdfundingu. Niedługo trzeba będzie tworzyć klub 5+, 6+ itd. – oby jak najwięcej było takich spółek. Wartość rynku crowdfundingu na koniec 2021 wyniosła 308 mln, z tego 277 mln zostało pozyskanych za pośrednictwem platform i 42 mln zł poza platformami.

Na zakończenie chciałbym poruszyć ważną – dla utrzymania wysokiej dynamiki wzrostu crowdfundingu – kwestię. Żeby rynek mógł się rozwijać, platformy muszą czuć się bezpiecznie. Platformy crowdfundingowe patrzą na rynek i na regulacje nie z perspektywy zagrożeń, ale z perspektywy szans. Tzw. rozporządzenie crowdfundingowe (zob. pkt. 1.1.) jest taką szansą dla rynku. Wejście w życie ustawy krajowej da z kolei platformom crowdfundingowym możliwość pozyskania zezwolenia i działania na nowych zasadach właściwych dla rozporządzenia crowdfundingowego i otworzy nowy etap w rozwoju platform. Wierzę, że tak samo dynamiczny, a może jeszcze bardziej dynamiczny niż dotąd.

Poza tym rozporządzenie to zawiera w swojej konstrukcji bardzo istotny element transgraniczności. Nasze spółki, które z powodzeniem wdrożyły model crowdfundingu, będą mogły się rozwijać także za granicą. I to też jest jeden z celów, który przyświeca ustawodawcy unijnemu, tworzącemu rozporządzenie crowdfundingu. Życzymy sobie, żeby za rok, kiedy opublikujemy kolejny raport o crowdfundingu, a może w tzw. międzyczasie, bo crowdfunding badamy na bieżąco (zapraszam na naszą stronę zpf.pl, gdzie jest ciągle aktualizowana baza wszystkich emisji crowdfundingowych, jakie miały miejsce w Polsce), dynamika rynku była jeszcze większa niż do tej pory, choć nie będzie to łatwe.

As the Association of Financial Companies in Poland, we wish to provide knowledge about the crowdfunding market, because we believe in it. I personally believe deeply in crowdfunding; I have been observing it since 2017, I can see its dynamic development and my wish for all of us is that this growth will continue. And let's not forget that in addition to equity crowdfunding, there is also debt crowdfunding, and that is a sector we would like to see grow just as dynamically.

The fact that we are devoting time to crowdfunding is extremely gratifying. It is a very interesting new market, and after the act comes into effect, it will be defined from the regulatory perspective as a permanent element of Poland's financial market, which should further accelerate its growth.

Jako Związek Przedsiębiorstw Finansowych w Polsce chcemy dostarczać wiedzę o rynku crowdfundingowym, bo w niego wierzymy. Ja osobiście głęboko wierzę w crowdfunding; obserwuję go od 2017 roku, widzę jego dynamiczny rozwój i życzę sobie i nam dalszego dynamicznego rozwoju. Nie zapominajmy również, że oprócz crowdfundingu inwestycyjnego mamy jeszcze crowdfunding pożyczkowy i chcielibyśmy, by i ten sektor rozwijał się równie dynamicznie.

Fakt, że poświęcamy czas crowdfundingowi, niezwykle cieszy. Jest to bardzo ciekawy nowy rynek, a po wejściu w życie ustawy zostanie zdefiniowany od strony regulacyjnej jako już stały element rynku finansowego w Polsce, co powinno jeszcze przyspieszyć jego rozwój.

Chapter 2: Crowdfunding as a method of financing business growth: the market participant's perspective

Rozdział 2. Crowdfunding jako metoda finansowania rozwoju przedsiębiorstw: perspektywa uczestnika rynku

Introduction

Crowdfunding has become a very popular and fast-developing method of financing various projects and initiatives in recent years. It takes a variety of forms and is characterised by a broad range of purposes: from collections for charitable causes, through various social campaigns, to purely commercial projects. I will focus here on campaigns devoted solely to financing business operations, and discuss the process of community-based financing (as crowdfunding is termed in Polish – translator's note) in the form of equity crowdfunding, and I'll do so from the point of view of an issuer.

2.1. What entities can seek investment from crowdfunding

Because entrepreneurs use equity crowdfunding to raise funds in exchange for allowing investors into their economic ventures as shareholders, first and foremost they must grant investors ownership rights analogous to their own and at the same time homogenous for individual investors. So this dependency determines the appropriate form of doing business, and enterprises organised in the form of capital companies – a limited company, joint stock company or simple joint-stock company (PSA, introduced in Polish law on July 1, 2021) – will be far better predisposed to investment crowdfunding. However, the process of equity crowdfunding for limited companies runs into certain procedural difficulties arising from the Commercial Companies Code

Wprowadzenie

Crowdfunding, czyli finansowanie społecznościowe jest w ostatnich latach bardzo popularnym i dynamicznie rozwijającym się sposobem finansowania różnych przedsięwzięć i inicjatyw. Przybiera on zróżnicowane formy i charakteryzuje się rozległym spektrum tematycznym – od zbiórek na cele charytatywne, poprzez różne akcje społeczne, aż do projektów o czysto komercyjnej naturze. Tutaj skupię się na tematyce poświęconej wyłącznie finansowaniu działalności przedsiębiorstw i omówię proces finansowania społecznościowego w wydaniu crowdfundingu udziałowego (inwestycyjnego) i zrobię to z perspektywy emitenta.

2.1. Jakie podmioty mogą ubiegać się o pozyskanie środków z kampanii społecznościowych

Ponieważ w ramach crowdfundingu udziałowego przedsiębiorcy pozyskują środki w zamian za dopuszczenie inwestorów do swoich przedsięwzięć gospodarczych w charakterze wspólników, przede wszystkim muszą przyznać inwestorom uprawnienia właścicielskie, analogiczne do swoich i zarazem jednorodne dla poszczególnych inwestorów. Zależność ta warunkuje więc odpowiednią formę prowadzenia działalności gospodarczej i aby jej zadośćuczynić, do crowdfundingu udziałowego zdecydowanie bardziej będą predysponowani przedsiębiorcy zorganizowani w formie spółek kapitałowych – spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, spółki akcyjnej albo – niedawno (od 1 lipca 2021 r.) wprowadzonej do

(CCC), which in practice cause great inconvenience to both the investors and the company. It is worth adding here that parliament intends to make amendments to the CCC that in practice will make it impossible to carry out equity crowdfunding campaigns for limited companies from November 2023.

In terms of the stage of development and the size of the company seeking financing, there are no formal restrictions. However, conventional wisdom has it that equity crowdfunding is useful only for young companies – for start-ups. And in fact, when we look at Polish investment crowdfunding from a historical perspective, it is almost completely dominated by entities at quite an early stage of development. However, there is no obstacle to mature companies also using this form of financing. The statistics are due significantly to the regulatory conditions (including the Act on Public Offerings) that allow joint stock companies to raise no more than €1 million in a public offering without using a brokerage house.

And equity crowdfunding is in fact a classic public offering, from both the legal and the organisational point of view. The company is an issuer that carries out a subscription for shares; investors file subscriptions and make payments for the shares, and the entire process takes place within a full regulatory regime – first and foremost the provisions of the CCC and national and EU laws setting the conditions for conducting public offerings. Precisely the same principles are applied by newly-founded companies, with no revenues, and by established market players with profits in the billions, including companies traded on the Warsaw Stock Exchange. And the regulatory changes being made in equity crowdfunding at the EU-wide level will essentially mean an increase in the representation of mature companies on the equity crowdfunding market. This is due primarily to the increase in the limit on public offerings that can be conducted without a brokerage house, but which require the intermediation of a crowdfunding platform. In Poland this level will be increased to €2.5 million in 2022, and to €5 million from November 2023.

polskiego porządku prawnego – prostej spółki akcyjnej (PSA). Jednakże proces crowdfundingu udziałowego dla spółek z ograniczoną odpowiedzialnością napotyka na pewne proceduralne utrudnienia wynikające z przepisów Kodeksu spółek handlowych (KSH), w praktyce sprawiające dużo niewygody, i inwestorom, i spółce. Warto w tym miejscu dodać, że planowane jest przyjęcie przez sejm zmian w Kodeksie spółek handlowych, które w praktyce uniemożliwią przeprowadzenie kampanii crowdfundingu udziałowego dla spółek z o.o. od listopada 2023 r.

Jeżeli chodzi o etap rozwoju i wielkość spółki poszukującej finansowania, brak jest tu jakichkolwiek formalnych ograniczeń. W powszechnej świadomości utrwaliło się natomiast przekonanie, że crowdfunding udziałowy służy jedynie młodym firmom – start-upom. Faktycznie, gdy spojrzeć na polski rynek crowdfundingu inwestycyjnego w ujęciu historycznym, dominują na nim prawie bez reszty podmioty znajdujące się w dość wstępnej fazie rozwoju. Tymczasem nic nie stoi na przeszkodzie, aby z tej formy finansowania korzystali też dojrzały przedsiębiorcy. Dotychczasowe statystyki w znacznej mierze wynikają z uwarunkowań regulacyjnych (m.in. z zapisów w Ustawie o ofercie publicznej), ograniczających możliwość pozyskania przez spółki akcyjne kapitału w drodze oferty publicznej do kwoty 1 mln euro, jeżeli nie korzysta się z usług domu maklerskiego.

A crowdfunding udziałowy to właśnie klasyczna oferta publiczna – tak z prawnego, jak i organizacyjnego punktu widzenia. Spółka jest emitentem, który przeprowadza subskrypcję akcji, inwestorzy składają zapisy i dokonują wpłat na akcje, a cały proces odbywa się w pełnym reżimie regulacyjnym – przede wszystkim przepisów KSH oraz krajowych i unijnych aktów prawnych, określających warunki przeprowadzenia ofert publicznych. Dokładnie takie same zasady stosują spółki nowo powstałe, bez przychodów, jak i podmioty o ugruntowanej pozycji rynkowej, operujące na rynkach międzynarodowych i osiągające miliardowe zyski, w tym spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. A zmiany regulacyjne, które dokonują się właśnie w crowdfundingu udziałowym na poziomie całej UE spowodują, że na rynku crowdfundingu udziałowego zasadniczo zwiększy się reprezentacja dojrzałych spółek. Wynika to przede wszystkim z podniesienia limitu wartości oferty publicznej, dozwolonej do przeprowa-

The changes introduced by the EU Regulation on crowdfunding service providers¹ are in fact groundbreaking for the Polish capital market, in scale and nature. There is no way to avoid mentioning the most important changes, such as the approval and definition of the concept of equity crowdfunding, the introduction of oversight by the Polish Financial Supervision Authority (KNF) of crowdfunding platforms and giving them some of the competencies hitherto reserved for brokerage houses, and increasing investor protections, particularly for inexperienced investors, and ensuring that procedural standards are met in equity crowdfunding campaigns. These changes should enhance the security of investments and significantly increase the credibility and prestige of the equity crowdfunding process, thereby attracting larger companies. It is also worth noting that the majority of companies' IPOs in Poland preceding their entry onto the Warsaw Stock Exchange did not exceed the €5 million limit, the level to which it will be possible to raise capital using a crowdfunding platform.

2.2. What benefits an investment crowdfunding campaign offers for companies

At the start we must note that crowdfunding platforms are used for announcing and carrying out a public offering for an undefined investor, in a universally accessible public space. Company shares can therefore be acquired by anyone, and the funds raised by the company come mainly from individual investors or smaller investment funds. Thus the shareholder base will usually be dispersed, with a relatively low risk of a single investor

¹ REGULATION (EU) 2020/1503 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 7 October 2020 on European crowdfunding service providers for business, and amending Regulation (EU) 2017/1129 and Directive (EU) 2019/1937. This legal act, applied directly in member countries, took effect on Nov. 10, 2021.

dzenia z pominięciem domu maklerskiego, ale wymagającej pośrednictwa platformy crowdfundingowej. W Polsce poziom ten zostanie zwiększony w 2022 roku do 2,5 mln euro, a od listopada 2023 r. do 5 mln euro.

Zmiany, które wprowadza unijne rozporządzenie dotyczące dostawców usług finansowania społecznościowego¹, mają zresztą skalę i charakter przełomowe dla polskiego rynku kapitałowego. Nie sposób nie wymienić najistotniejszych z nich, jak samo usankcjonowanie i zdefiniowanie pojęcia crowdfundingu udziałowego, wprowadzenie nadzoru KNF nad platformami crowdfundingowymi i wyposażenie ich w część kompetencji zarezerwowanych dotąd dla domów maklerskich, czy też zwiększenie ochrony inwestorów, zwłaszcza inwestorów niedoświadczonych oraz zapewnienie przestrzegania w kampaniach crowdfundingu udziałowego odpowiednich standardów proceduralnych. Zmiany te powinny podnieść bezpieczeństwo inwestycji i istotnie wpłynąć na wiarygodność i prestiż procesu crowdfundingu udziałowego, przyciągając doń większe spółki. Warto też odnotować, że większość przeprowadzanych w Polsce pierwszych publicznych ofert spółek (IPO), poprzedzających wejście spółki na warszawską giełdę, nie przekraczało limitu 5 mln euro, czyli poziomu, do którego będzie można pozyskać kapitał za pośrednictwem platformy crowdfundingowej.

2.2. Jakie korzyści dla przedsiębiorcy wynikają z przeprowadzenia kampanii crowdfundingu udziałowego

Na początku trzeba zauważyć, że za pośrednictwem platformy crowdfundingowej ogłasza się i przeprowadza ofertę publiczną kierowaną do nieoznaczonego adresata, która przebiega w dostępnej powszechnie przestrzeni publicznej. Akcje spółki może więc nabyć każdy, a środki gromadzone przez spółkę pochodzą głównie od inwestorów indywidualnych, względnie mniejszych funduszy inwestycyjnych. Skład akcjonariatu będzie więc zazwyczaj rozproszony, ze stosunkowo

¹ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/1503 z dnia 7 października 2020 r. w sprawie europejskich dostawców usług finansowania społecznościowego dla przedsiębiorstw gospodarczych oraz zmieniające rozporządzenie (UE) 2017/1129 i dyrektywę UE 2019/1937.

(or group of investors working together) gaining a significant stake.

The alternative scenario, most often that of venture capital or (in particular) a private equity fund entering the company, usually means limiting the shareholder rights of existing shareholders and their say in the company's management. The investors will negotiate an investment agreement with the company that contains various types of mechanism serving to protect their interests while constraining the founders' freedom of action in various respects: disposing of shares, taking key decisions, or appointing members of the company's governing bodies, etc. They also often want to guarantee for themselves, already in the investment agreement, a deadline for exiting the investment and a minimum valuation. For a certain period such investors will ensure the company's financial stability, but at the cost of curbing decision-making sovereignty and potential sanctions for not fulfilling specific pledges.

An individual investor, meanwhile, has no such ambitions. They are simply interested in the company's growth, which should bear fruit in a high valuation, consequently giving the investor the ability to dispose of the shares at a profit. An individual investor has neither the competencies nor the legal tools to actually influence the company's governing bodies. While as a shareholder they do of course benefit from the ownership and corporate rights envisaged in the CCC and the company statute, the strength of their say in the company most often depends on the size of their stake in the share capital and votes at the shareholders' meeting, but these are usually negligible. Meanwhile, the company may benefit from activating the potential that lies in its dispersed ownership, creating a vigorous and close-knit community of investors. If this succeeds, the shareholders will pay close attention to the company's development, including how and to what effect it uses the capital they have engaged in it. There may prove to be areas of synergy between them and the company that its governing bodies have not yet recognised, and exploiting them will bring the company measurable benefits. It is necessary to introduce the right standards for the information policy and create conditions for investors to exchange information and ideas – only this, and

niewielkim ryzykiem uzyskania w spółce znaczącego pakietu akcji przez jednego inwestora, czy grupę inwestorów działających w porozumieniu.

Alternatywny scenariusz, czyli najczęściej wejście do firmy przez fundusz venture capital, czy (zwłaszcza) private equity, z reguły oznacza ograniczenie praw udziałowych dotychczasowych akcjonariuszy i ich wpływu na zarządzanie spółką. Inwestorzy będą negocjować ze spółką umowę inwestycyjną, zawierającą różnego rodzaju mechanizmy służące zabezpieczeniu ich interesów, a krępujące swobodę poczynań założycieli w różnych wymiarach – rozporządzania akcjami, podejmowania kluczowych decyzji, powoływania członków organów spółki, itp. Często chcą też zagwarantować sobie już w umowie inwestycyjnej termin wyjścia z inwestycji i minimalną wycenę firmy. Na pewien okres tacy inwestorzy zapewniają przedsiębiorstwu stabilność finansową, ale kosztem ukrócenia suwerenności decyzyjnej i potencjalnych sankcji za niewywiązanie się z określonych deklaracji.

Inwestor indywidualny nie ma zaś takich ambicji. Jest on po prostu zainteresowany rozwojem spółki, który ma zaowocować wysoką jej wyceną, co w konsekwencji stworzy mu możliwość zbycia akcji z zyskiem. Inwestor indywidualny nie ma też kompetencji, ani prawnych narzędzi do faktycznego oddziaływania na organy spółki. Jakkolwiek będąc akcjonariuszem korzysta oczywiście z przewidzianych w KSH i statucie spółki praw majątkowych i korporacyjnych, ale stopień jego wpływu na spółkę zależy najczęściej od wielkości udziału inwestora w kapitale zakładowym spółki i głosach na Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy, a ten jest przeważnie znikomy. Natomiast spółka może z korzyścią dla siebie spożytkować potencjał tkwiący w jej rozdrobnionym akcjonariacie, tworząc zwartą i żywą społeczność inwestorów. Jeśli to się uda, to akcjonariusze będą z uwagą śledzić rozwój spółki, w tym to, w jaki sposób i z jakim rezultatem wykorzystywany jest zaangażowany przez nich w spółkę kapitał. Może się okazać, że istnieją obszary synergii między nimi a spółką, z których jej władze nie zdawały sobie sprawy, a ich właściwe zagospodarowanie przyniesie spółce wymierne pożytki. Trzeba – tylko i aż – wprowadzić właściwe standardy polityki informacyjnej i stworzyć inwestorom warunki do wymiany informacji i pomysłów. Obserwujemy też, że właściwa polityka informacyjna

as much as this. We also observe that an appropriate information policy in companies that have used crowdfunding increasingly often in and of itself translates into additional value for the issuers, allowing them to raise funds in successive financing rounds with increasing valuations. In the case of public companies, traded on the WSE, the framework for such transparent investor relations is ensured by the same regulations that apply to public companies, requiring, for example, the publication of current and periodic reports as well as compliance with the rules of corporate governance contained in the code of good practices for listed companies. Non-public companies should also hasten to build the appropriate space for investor relations. Such solutions could be offered to a company by the crowdfunding platform through which it has raised funds from a public issue. Our platform StockAmbit is now finishing work on the relevant functions on its website, and the first issuer will soon be able to publish its announcements with us.

As part of an equity crowdfunding campaign, a company simultaneously carries out a campaign promoting the public offering, whose reach is unlimited, and may take place in traditional and social media. Here there is a broad range of marketing tools to be used: articles and press releases, press interviews and videos, webinars, chats, e-mails, social-media posts, and newsletters, etc. A crowdfunding campaign can also be used to promote a company or its products, working beforehand with a PR agency to develop a promotional strategy that will align the achievement of all marketing goals.

2.3. What issuers should pay attention to. How they should prepare for a public offering via a crowdfunding campaign.

Above all, a long-term plan for raising funds from the capital market needs to be drawn up, fitting the company's business model and ensuring optimal usage of the funds for successive stages of development. This plan should simultaneously take into account the fact

prowadzona przez spółki, które korzystały z finansowania crowdfundingowego, coraz częściej sama w sobie przekłada się dodatnio na wartość spółek, co pozwala na pozyskiwanie środków w kolejnych rundach finansowania przy coraz wyższych wycenach. W przypadku spółek publicznych – notowanych na rynkach GPW – zręby takich transparentnych relacji inwestorskich zapewniają same przepisy obowiązujące spółki publiczne, a wymagające np. publikacji raportów bieżących i okresowych oraz przestrzegania zasad ładu korporacyjnego, zawartych w kodeksie dobrych praktyk spółek giełdowych. Spółki niepubliczne również powinny zawczasu pokusić się o zbudowanie odpowiedniej przestrzeni dla relacji z inwestorami. Takie rozwiązania mogłyby proponować spółce platforma crowdfundingowa, za pośrednictwem której spółka pozyskała środki z emisji publicznej. Nasza platforma StockAmbit kończy właśnie prace nad skonstruowaniem odpowiednich funkcjonalności na swojej stronie internetowej i wkrótce pierwszy emitent będzie mógł zamieszczać u nas swoje komunikaty.

W ramach kampanii crowdfundingu udziałowego spółka przeprowadza jednocześnie akcję promującą ofertę publiczną, której zasięg jest nieograniczony, a może ona odbywać się w mediach tradycyjnych i społecznościowych. Do wykorzystania pozostaje tu szeroki wachlarz narzędzi marketingowych – artykuły i komunikaty prasowe, wywiady prasowe i video, seminaria internetowe (webinaria), czaty, komunikacja za pomocą poczty elektronicznej, wpisy w mediach społecznościowych, newslettery itp. Kampanię crowdfundingową można również wykorzystać do promocji spółki lub jej produktów, opracowując uprzednio, wspólnie z agencją PR strategię promocji, która godzić będzie ze sobą osiągnięcie wszystkich celów marketingowych.

2.3. Na co emitenci powinni zwrócić uwagę. Jak się przygotować do oferty publicznej w kampanii crowdfundingowej

Przede wszystkim należy opracować długofalowy plan pozyskiwania środków z rynku kapitałowego, który pasowałby do modelu biznesowego spółki i zapewniał optymalne wykorzystywanie pozyskanych środków na kolejnych etapach rozwoju. Plan ten powinien zarazem

that with each successive issuance, existing shareholders' stake in the company will progressively shrink. To weaken this effect, larger issues should be carried out at a higher company valuation, when its results will also reflect the use of funds raised in previous financing rounds.

Another key factor is defining the company's current value. It is essential to confront the expectations of the owners, who naturally have an emotional relationship with what they have created, with the valuations of similar companies that are publicly traded, or those that were sold to a large player, comparing their financial results and market share.

Investors will also analyse the business model, the potential and specifics of the sector, including barriers to entry and competition, and to what degree the company is dependent on suppliers or purchasers of its services. A fundamental role is also played by the composition and competencies of the key team and whether appropriate motivational and loyalty solutions have been prepared for them, firmly bonding them with the company for the long term, e.g. a management share options program. Yet another fundamental area is that of the intellectual property rights to products, and possibly patents and licences.

Finally, the company must be aware of the numerous and complex regulations that govern the raising of capital, the conducting of public offerings and how they are advertised, and should be familiar with the conventions that have been adopted on the capital market. The crowdfunding platform should play the role of a guide to this area.

When conducting an equity crowdfunding campaign, a company becomes a full-fledged participant in the capital market, and if it develops appropriately, in accordance with its forecasts, and maintains the appropriate investor communication standards, then it can take full advantage of the enormous potential of the capital market as one of its trusted participants.

uwzględniać fakt, że z każdą następną emisją udział dotychczasowych akcjonariuszy w kapitale spółki będzie sukcesywnie topniał. Aby osłabić siłę tego zjawiska, większe emisje powinny być przeprowadzane przy wyższej wycenie spółki, kiedy w jej wynikach będzie już procentować wykorzystanie funduszy zgromadzonych w poprzednich rundach finansowania.

Kolejnym kluczowym czynnikiem jest określenie aktualnej wartości spółki. Nieodzwonne jest, aby oczekiwania właścicieli, którzy mają naturalnie emocjonalny stosunek do swojego dzieła, skonfrontować z wycenami podobnych spółek notowanych na giełdach albo tych, które zostały sprzedane dużemu graczowi, porównując osiągnięte przez nie wyniki finansowe i udział w rynku.

Inwestorzy będą też poddawać analizie model biznesu, potencjał i specyfikę branży, w tym barierę wejścia i konkurencję oraz to, na ile spółka uzależniona jest od dostawców lub odbiorców jej usług. Fundamentalną rolę odgrywa też skład i kompetencje kluczowego zespołu i czy przewidziano dla niego odpowiednie rozwiązania motywacyjne i lojalnościowe, trwale wiążące go ze spółką, np. program opcji menedżerskich. Jeszcze innym, elementarnym obszarem są prawa autorskie do produktów, ewentualne patenty i licencje.

Spółka musi wreszcie mieć świadomość licznych i złożonych regulacji kształtujących zasady podwyższania kapitału, przeprowadzania ofert publicznych i ich reklamy oraz znać zwyczaje przyjęte na rynku kapitałowym. Rolę przewodnika po tym środowisku powinna odgrywać platforma crowdfundingowa.

Przeprowadzając kampanię crowdfundingu udziałowego, spółka staje się pełnoprawnym uczestnikiem rynku kapitałowego i jeżeli rozwijać się będzie prawidłowo, zgodnie z zapowiedziami i utrzyma właściwe standardy komunikacji z akcjonariuszami, może pełnymi garściami czerpać z olbrzymiego potencjału rynku kapitałowego już jako obdarzony zaufaniem uczestnik tego rynku.

Chapter 3: Impact of EU regulations on the development of investment crowdfunding in Poland

Rozdział 3. Wpływ regulacji unijnych na rozwój crowdfundingu inwestycyjnego w Polsce

Introduction

Due to my professional experience – the law practice that I run is involved in supporting players on the capital market – I have a few thoughts concerning European Union regulations and their probable impact on the development of crowdfunding. We are currently¹ drafting a few applications for authorisations to conduct operations in the form of a regulated crowdfunding platform. The thoughts I wish to share here stem from these experiences.

There are three theses that I would like to present here and then refer to.

According to the first thesis, the EU regulations will result in the emergence of regulated investment crowdfunding platforms, which will constitute a new segment of the capital market and as such will compete with traditional investment companies (traditional brokerage houses). Is this true?

The second popular thesis that I'd like to address here is that regulated platforms (and so regulated crowdfunding) will constitute a "lighter" version of the regulations for the typical capital market. It would supposedly be significantly simpler for the market to function, and would be subject to noticeably fewer demands than is the case with traditional investment companies. The same would apply to investors: they would not be obliged to meet as many requirements or fill in as many documents as when using providers of brokerage services.

¹ I.e. at the end of March 2022. The seminar this publication is a result of was held on 31 March (editor's note).

Wprowadzenie

Z racji swoich doświadczeń zawodowych – kancelaria prawna, którą prowadzę, zajmuje się wspieraniem podmiotów rynku kapitałowego – mam kilka przemyśleń dotyczących regulacji unijnych i ich prawdopodobnego wpływu na rozwój crowdfundingu. Obecnie¹ przygotowujemy kilka wniosków o wydanie zezwolenia na prowadzenie działalności w charakterze regulowanej platformy finansowania społecznościowego. Moje przemyślenia, z którymi chcę się tutaj podzielić, wynikają właśnie z tych doświadczeń.

Są trzy tezy, które chciałbym tutaj przedstawić, a następnie odnieść się do nich.

Według pierwszej z tych tez, regulacje unijne spowodują powstanie regulowanych platform crowdfundingu inwestycyjnego, które będą nowym segmentem rynku kapitałowego i jako takie będą konkurować z tradycyjnymi firmami inwestycyjnymi (tradycyjnymi domami maklerskimi). Czy jest to prawda?

Druga popularna teza, z którą chciałbym się tu rozprawić, jest taka, że regulowane platformy (czyli regulowany crowdfunding) będzie stanowić "lżejszą" wersję regulacji niż ta dla typowego rynku kapitałowego. Funkcjonowanie platformy miałoby być znacznie prostsze i obciążone wyraźnie mniejszą ilością wymogów, niż to ma miejsce w przypadku tradycyjnych firm inwestycyjnych. Podobnie byłoby w przypadku inwestorów: mieliby nie być zobligowani do spełniania tylu wymogów i wypełniania tylu dokumentów, co w przypadku korzystania z podmiotów świadczących usługi maklerskie.

¹ Czyli w końcu marca 2022 r. Seminarium, którego niniejsza publikacja jest rezultatem, odbyło się 31 marca (przyp. red.).

And the third popular thesis I will be discussing is one claiming that regulated crowdfunding is and will be but a niche segment of the capital market. In other words, it will not be an important part of the market, and will not experience rapid growth. If this is the case, why should it be so? And if not necessarily so, then what could be the reasons for it to grow?

3.1. Regulated crowdfunding platforms will create a new segment of the capital market (thesis 1)

It is not true that the process commonly referred to as “investment crowdfunding” is currently unregulated. It takes place under one of the regulatory formulas: a public offering, but of a special kind – one without a prospectus, and of a value limited to one million euros over a 12-month period. The issuer draws up an offering document that this requires (known as a “document containing information about the offering”), simple of course, but nevertheless regulated by the Act on Public Offering² (Article 37 a). This form may be used to raise capital without the obligatory intermediation of an investment company (the issuer receives subscriptions directly), in other words by using the exemption given in Article 19 of the Act on trading in financial instruments.³ A distinctive feature of investment crowdfunding in practice is the total digitalisation of the subscription process and investor relations.

What changes are in store for us? Just now, and since the passing of the Regulation (EU) 2020/1503 of the European Parliament and of the Council of the EU on European crowdfunding service providers for business (also referred to alternately from hereon as the ECSP), we are⁴ in the transition period, which ends on 10 November 2022. Pursuant to this Regulation, in order for crowdfunding providers to be able to continue opera-

2 Act of 29 July 2005 on Public Offering, Conditions Governing the Introduction of Financial Instruments to Organised Trading, and on Public Companies.

3 Act of 29 July 2005 on Trading in Financial Instruments.

4 This was the state on 31 March 2022, which changed when in October 2022 Commission Delegated Regulation (EU) 2022/1988 was published, under which the transition period was extended to 10 November 2023. The rest of the explanation remains valid (author's note).

I trzecia popularna teza, z którą będę dyskutować, mówi, że crowdfunding regulowany to jest i będzie niszowy segment rynku kapitałowego. Innymi słowy, to nie będzie ważna część rynku i nie będzie się intensywnie rozwijać. Jeśli tak, to dlaczego tak miałyby być? A jeśli niekoniecznie tak będzie, to z jakich powodów miałyby się rozwijać?

3.1. Regulowane platformy crowdfundingowe wykreują nowy segment rynku kapitałowego (teza 1)

To nieprawda, że proces powszechnie określany jako „crowdfunding inwestycyjny” jest obecnie nieregulowany. On odbywa się w jednej z formuł regulacyjnych. Jest to oferta publiczna, ale szczególna: bezprospektowa i o wartości ograniczonej do jednego miliona euro w skali 12 miesięcy. Dla jej potrzeb emitent przygotowuje dokument ofertowy (zwany „dokumentem zawierającym informacje o ofercie”), oczywiście prosty, ale jednak regulowany przez Ustawę o ofercie publicznej² (art. 37a). W tej formie można pozyskiwać kapitał bez obowiązkowego pośrednictwa firmy inwestycyjnej (zapisy przyjmuje bezpośrednio emitent), czyli korzystając z wyłączenia z art. 19 Ustawy o obrocie instrumentami finansowymi³. Cechą charakterystyczną crowdfundingu inwestycyjnego jest w praktyce pełna digitalizacja procesu składania zapisu i relacji z inwestorami.

Jakie zmiany nas czekają? W tej chwili i od momentu uchwalenia przez Parlament Europejski i Radę UE Rozporządzenia (2020/1503) w sprawie europejskich dostawców usług finansowania społecznościowego dla przedsięwzięć gospodarczych (dalej tutaj zwanego zamiennie ECSP) jesteśmy⁴ w okresie przejściowym, który kończy się 10 listopada 2022 r. Zgodnie z Rozporządzeniem platformy crowdfundingowe, by móc dalej prowadzić działalność, muszą do tego dnia uży-

2 Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych.

3 Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi.

4 To był stan na 31 marca 2022 r., który uległ zmianie, gdy w październiku 2022 r. zostało opublikowane Rozporządzenie Delegowane Komisji (UE) 2022/1988, na mocy którego okres przejściowy został przedłużony do 10 listopada 2023 r. Pozostała część wyjaśnień zachowuje aktualność (przyp. autora).

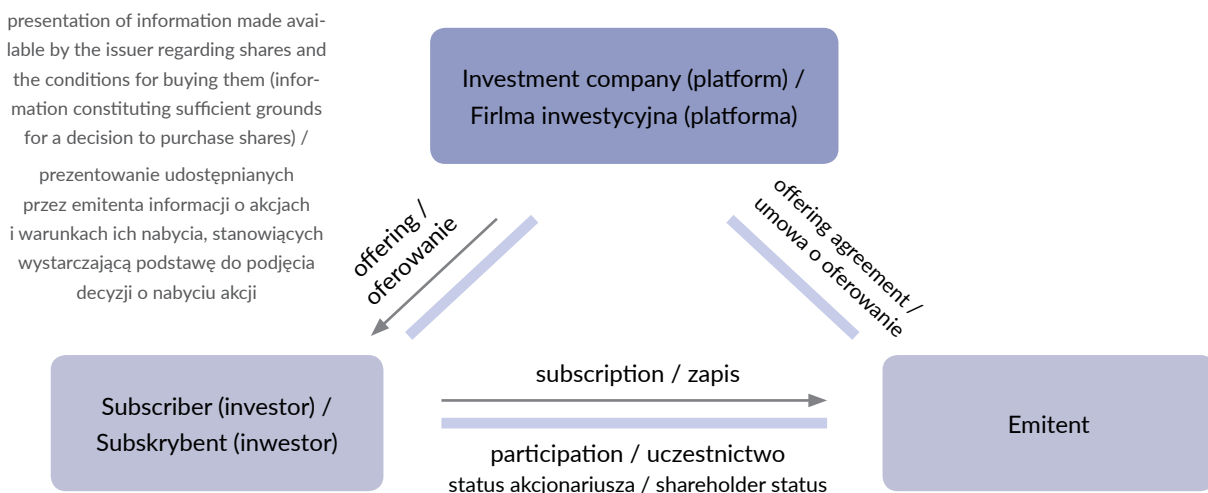
tions, they must obtain an authorisation by that date. In order for a platform to obtain such an authorisation, it must submit an appropriate application. It cannot do so, because there is no law in which the authority competent to process these applications is indicated. It is logical to expect that the Polish Financial Supervision Authority (KNF) will be this authority. It is therefore very important that the matter of authorisations be resolved by November for the functioning and growth of the crowdfunding market. We must also bear in mind that obtaining an authorisation is not a matter of a week or even the short period of time indicated in regulations, and must assume that it will be a process of a few months; I shall explain why later in the text.

The situation of regulated and so-called unregulated investment crowdfunding is currently as follows: so-called unregulated crowdfunding (although, as I have shown above, still within the regulations of the capital market) is based in practice on advertising a public offering without a prospectus, carried out by the company running the crowdfunding platform (Article 53(4) of the Act on Public Offering). Worth pointing out here is that, under the current regulations, it is possible to conduct activities that, de facto, coincide with the regulated crowdfunding that investment companies can offer. This takes place within the provision of brokerage services involving the offering of financial instruments in the manner referred to in Article 72(1) (and possibly 3)) of the Act on Trading in Financial Instruments.

skaać zezwolenie. Aby takie zezwolenie platforma mogła uzyskać, musi złożyć stosowny wniosek. Nie może tego zrobić, bo brakuje ustawy, w której wskazany ma być organ właściwy do rozpatrywania tych wniosków. Logiczne jest oczekiwanie, że organem tym będzie Komisja Nadzoru Finansowego (KNF). Dla funkcjonowania i rozwoju rynku crowdfundingu jest więc bardzo ważne, aby do listopada sprawa zezwoleń została rozwiązana. Musimy także pamiętać, że uzyskanie zezwolenia to nie jest kwestia tygodnia czy nawet krótkiego okresu wskazanego w przepisach, tylko trzeba założyć, że będzie to kilkumiesięczne postępowanie; w dalszej części tekstu wytłumaczę, dlaczego.

Sytuacja regulowanego i tzw. nieregulowanego crowdfundingu inwestycyjnego wygląda obecnie tak: tzw. nieregulowany (choć, jak pokazałem wyżej, jednak odbywający się ramach regulacji rynku kapitałowego) crowdfunding opiera się w praktyce na reklamowaniu oferty publicznej bezprospektowej, które prowadzi spółka prowadząca platformę crowdfundingową (art. 53 ust. 4 Ustawy o ofercie publicznej). Warto jednocześnie wskazać, że w ramach obecnych regulacji możliwe jest prowadzenie działalności de facto zbieżnej z regulowanym crowdfundingiem, który mogą prowadzić firmy inwestycyjne. Odbywa się to w ramach świadczenia usługi maklerskiej, polegającej na oferowaniu instrumentów finansowych w trybie, o którym mowa w art. 72 pkt 1 (i ew. 3) Ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.

Diagram 1. Regulated investment crowdfunding in the "brokerage" version
Schemat 1. Crowdfunding inwestycyjny regulowany w wersji „maklerskiej”



Source: own material / Źródło: opracowanie własne

The full process of an investment company offering financial instruments is based on two contracts. The investment company concludes a contract with the issuer for the offering of financial instruments, and if intermediating, in receiving subscriptions for the instruments offered it must conclude a contract with every investor for the so-called receipt and transmission of orders, in other words precisely for the performance of specific brokerage services. What does this entail? Every client has to go through what are known as MiFID procedures,⁵ accept a multitude of documents, and obtain the status of investment company client. Their knowledge and experience of capital market investments must be checked. And finally they have to be subjected to the regulations of the target group, a process for analysing whether they belong to the group of investors with whose needs, characteristics or goals the financial instrument being offered is compatible.

It is worth drawing attention to how investment companies may currently conduct crowdfunding. Well, they can provide the same service of offering financial instruments. They do not have to intermediate in receiving subscriptions, as that can proceed as in platform crowdfunding, meaning solely directly with the issuer. In such a case, the investment company limits its service of offering financial instruments to actions similar⁶ to those de facto performed by crowdfunding platforms today. In terms of regulations, they are two different services, since they are provided under two different regimes, although from the issuer's point of view the service really has very similar goals: to enter the financial market with an offering, and to get investors interested in it. And such a brokerage service involving the presenting of information about an offering that constitutes sufficient grounds for deciding to purchase financial instruments is something more than can be done today by crowdfunding platforms, which can conduct activity with the character of an "advertising column". Just now any investment company⁷ can perform such services: it does not need to obtain any additional authorisation.

Pełny proces oferowania instrumentów finansowych przez firmę inwestycyjną opiera się na dwóch umowach. Firma inwestycyjna zawiera z emitentem umowę o oferowanie instrumentów finansowych, a z drugiej strony, jeżeli pośredniczy w przyjmowaniu zapisów na oferowane instrumenty, to z każdym inwestorem musi zawrzeć umowę o tzw. przyjmowanie i przekazywanie zleceń, czyli właśnie o wykonywanie konkretnych usług maklerskich. Z czym się to wiąże? Każdy klient musi przejść przez procedury tzw. MiFID-owe⁵, zaakceptować mnóstwo dokumentów i uzyskać status klienta firmy inwestycyjnej. Muszą zostać zbadane jego wiedza i doświadczenie w zakresie inwestycji na rynku kapitałowym. Wreszcie, musi być poddany regulacjom grupy docelowej, czyli procesowi analizy, czy znajduje się w grupie inwestorów, z których potrzebami, cechami lub celami oferowany instrument finansowy jest zgodny.

Warto zwrócić uwagę na to, jak firmy inwestycyjne mogą obecnie prowadzić crowdfunding. Otóż, mogą one świadczyć samą usługę oferowania instrumentów finansowych. Nie muszą pośredniczyć w przyjmowaniu zapisów, bo to może się odbywać tak, jak w crowdfundingu platformowym, czyli wyłącznie bezpośrednio u emitenta. Firma inwestycyjna w tym przypadku swoją usługę oferowania instrumentów finansowych ogranicza do czynności zbliżonych⁶ do tych, które robią de facto obecnie platformy crowdfundingowe. Regulacyjnie to są dwie różne usługi, gdyż realizowane są w dwóch różnych reżimach, ale de facto z perspektywy emitenta usługa ta realizuje bardzo zbliżone cele: wyjście na rynek finansowy z ofertą i zainteresowanie nią inwestorów. I taka usługa maklerska polegająca na prezentowaniu informacji o ofercie, które stanowią wystarczającą podstawę do podjęcia decyzji o nabyciu instrumentów finansowych, to jest coś więcej niż mogą robić obecnie platformy crowdfundingowe, które mogą prowadzić działalność o charakterze „słupa ogłoszeniowego”. Każda firma inwestycyjna⁷ może w tej chwili takie usługi wykonywać: nie musi uzyskiwać żadnego

5 MiFID, the Markets in Financial Instruments Directive, specifies among other things the mechanisms for protecting retail investors on the capital market, including the obligation for an investment company to investigate investors' knowledge and experience in order to assess the appropriateness of brokerage services provided and financial instruments offered.

6 But not absolutely identical.

7 That has an authorisation for offering financial instruments.

5 MiFID (ang. Markets in Financial Instruments Directive) czyli Dyrektywa w sprawie rynków instrumentów finansowych określa m.in. mechanizmy ochrony inwestorów detalicznych na rynku kapitałowym, w tym obowiązek badania przez firmę inwestycyjną wiedzy i doświadczenia inwestorów w celu oceny zapewnienia odpowiedniości świadczonych usług maklerskich i oferowanych instrumentów finansowych.

6 Ale nie w pełni tożsamych.

7 Która posiada zezwolenie na prowadzenie działalności w zakresie oferowania instrumentów finansowych.

tion, and neither does it have to open a crowdfunding platform.

This so-called “pure” brokerage crowdfunding has numerous advantages, and I shall focus on four of them here. The first is that an investment company does not have to conclude any contract with an investor, and likewise the investor does not have to go through the entire process of so-called onboarding, meaning completing a number of formalised actions in order to conclude a brokerage service agreement with the investment company. An investment company that offers financial instruments in a crowdfunding form does not know or does not have to know who has subscribed to the instruments offered. A second strength is that the investment company is not obliged to take product governance rules into account, meaning that it does not have to analyse and draw up investor profiles for matching them to target groups; it is not obliged to investigate the investors. From the investor’s point of view we therefore have a far easier investment process, which undoubtedly translates to the interest in such offerings. Another two features that may be considered advantages are the rules that subscriptions are carried out directly with the issuer, and that funds are also paid directly to the issuer.

Upon obtaining an authorisation (as a reminder, we are waiting for a Polish law that, pursuant to the ECSP Regulation, will designate the competent institution for issuing authorisations⁸) it will be possible to conduct crowdfunding offerings of a value up to EUR 2.5 million, and after 10 November 2023 – up to EUR 5 million. In the case of investment companies and their prospectus-based offerings, we have further-reaching limitation to the value of an offering allowing one to apply prospectus exemptions, i.e. no obligation to prepare a prospectus. However, if the offering’s value does not exceed EUR 2.5 million, then the issuer can conduct the investment offering based on an information memorandum, i.e. in a manner easier than based on a prospectus – and this formula can be retained.

dotychczasowego zezwolenia, nie musi też otwierać platformy crowdfundingowej.

Ten tzw. „czysty” crowdfunding maklerski ma dużo zalet; tu skupię się na czterech z nich. Pierwsza jest taka, że firma inwestycyjna nie musi zawierać z inwestorem żadnej umowy, a tym samym inwestor nie musi przechodzić całego procesu tzw. onboarding, czyli dopełnienia szeregu sformalizowanych czynności w celu zawarcia z firmą inwestycyjną umowy o świadczenie usługi maklerskiej. Firma inwestycyjna, która oferuje instrumenty finansowe w formie crowdfundingowej, nie wie albo nie musi wiedzieć, kto zapisał się na oferowane instrumenty. Drugą zaletą jest to, że firma inwestycyjna nie jest zobowiązana do uwzględniania zasad zarządzania produktowego (ang. *product governance*), czyli nie musi analizować i opracowywać profili inwestorów pod kątem dopasowania ich do grup docelowych, nie jest zobowiązana do badania inwestorów. Z perspektywy inwestora mamy więc dalece ułatwiony proces inwestycji, co przekłada się z całą pewnością na zainteresowanie tymi ofertami. Kolejne dwie cechy, które mogą być uznane za zalety, to zasady, że zapisy następują bezpośrednio u emitenta oraz bezpośrednio do emitenta następują także wpłaty środków.

Po uzyskaniu zezwolenia (a przypomnę, że czekamy na polską ustawę, która zgodnie z rozporządzeniem ECSP wyznaczy właściwą instytucję wydającą zezwolenia⁸) będzie możliwość przeprowadzania – w formie crowdfundingu – ofert o wartości do 2,5 mln euro, po 10 listopada 2023 r. – do 5 mln euro. W przypadku firm inwestycyjnych i ich ofert prospektowych mamy dalej idące ograniczenie wartości oferty pozwalającej na korzystanie z wyłączeń prospektowych, czyli braku obowiązku sporządzenia prospektu. Jeśli jednak wysokość oferty nie przekracza 2,5 miliona euro, to emitent może przeprowadzić za pośrednictwem firmy inwestycyjnej ofertę na podstawie memorandum informacyjnego, czyli w trybie łatwiejszym niż w oparciu o prospekt emisyjny – i ta formuła może zostać utrzymana.

⁸ This law came into effect as the Act of 7 July 2022 on crowdfunding for business ventures and assistance to borrowers (author’s note).

⁸ Ustawa ta już weszła w życie jako Ustawa z dn. 7 lipca 2022 r. o finansowaniu społecznościowym dla przedsięwzięć gospodarczych i pomocy kredytobiorcom (przypis autora).

Table 1. Options in offering financial instruments after 10 November 2022 r.
Tabela 1. Opcje oferowania instrumentów finansowych po 10 listopada 2022 r.

Crowdfunding under the ECSP / Crowdfunding za pośrednictwem ECSP	Crowdfunding with the involvement of an investment company (offering) / Crowdfunding przy udziale firmy inwestycyjnej (oferowanie)	Crowdfunding via the intermediation of an investment company / Crowdfunding za pośrednictwem firmy inwestycyjnej
Obligatory ECSP intermediation / Obowiązkowe pośrednictwo ECSP	No obligation for intermediation by an investment company or ECSP / Brak obowiązku pośrednictwa firmy inwestycyjnej i ECSP	Intermediation of an investment company / Pośrednictwo firmy inwestycyjnej
ECSP authorisation / Licencja ECSP	Brokerage licence (offering) / Licencja maklerska (oferowanie)	Brokerage licence (offering plus RTO*) / Licencja maklerska (oferowanie + PPZ*)
Key Investment Information Sheet (KIIS) / Arkusze Kluczowych Informacji Inwestycyjnych (AKII)	Information document (Article 37a of the Act on Public Offering) / Dokument informacyjny (art. 37a ustawy o ofercie)	Information document or information memorandum / Dokument informacyjny lub memorandum informacyjne

* RTO stands for the “receipt and transmission of orders”, a brokerage activity involving the provision of services for a client (an investor): receiving orders or subscriptions for shares, and forwarding them to the Warsaw Stock Exchange (secondary market) or the issuer (IPO). /

* PPZ to skrót od „przyjmowanie i przekazywanie zleceń”. Jest to czynność maklerska polegająca na obsłudze klienta – inwestora: przyjmowaniu zleceń, czy zapisów na akcje i przekazywanie ich na GPW (rynek wtórny) albo do emitenta (IPO).

Source: own material / Źródło: opracowanie własne

Table 1 shows the three options of regulated crowdfunding options that will be provided in Poland after 10 November 2022 pursuant to EU provisions. They will be the hitherto investment crowdfunding (option 1) carried out using crowdfunding platforms, although the companies running such platforms will have to operate on the basis of an authorisation from the KNF.⁹ The other two crowdfunding options (2 and 3) will proceed via the intermediation of an investment company holding a brokerage licence.

An investment company (based on a brokerage licence) will be able to provide the service of offering financial instruments in 2 forms:

1. The form of “broker crowdfunding” through offerings without a prospective – in which only the service of offering financial instruments, under which the issuer directly receives subscriptions and payments from investors (option 2 in Table 1), is provided.

⁹ This refers to the future – and therefore omits the possibility of unregulated platforms benefiting from the transition period already coming to an end.

Tabela 1 przedstawia trzy opcje regulowanego crowdfundingu, który będzie prowadzony w Polsce po 10 listopada 2022 r. w oparciu o unijne przepisy. Będzie to dotychczasowy crowdfunding inwestycyjny (opcja 1) prowadzony za pomocą platform crowdfundingowych, tyle że firmy prowadzące takie platformy będą musiały działać na podstawie zezwolenia KNF⁹. Dwie pozostałe opcje (2 i 3) crowdfundingu będą się odbywać za pośrednictwem firmy inwestycyjnej posiadającej zezwolenie na prowadzenie działalności maklerskiej.

Firma inwestycyjna (w oparciu o zezwolenie na prowadzenie działalności maklerskiej) będzie mogła świadczyć usługę oferowania instrumentów finansowych w 2 formach:

1. Formie „crowdfunding maklerskiego” w ramach ofert bezprospektowych – polegającej na świadczeniu wyłącznie usługi oferowania instrumentów finansowych, w ramach której emitent bezpośrednio przyjmuje zapisy oraz wpłaty od inwestorów (opcja 2 w tabeli 1).

⁹ Odnosi się do przyszłości – zatem pomija już kończącą się możliwość prowadzenia działalności przez platformy nieregulowane korzystające z okresu przejściowego.

2. The form of “full intermediation” (option 3 in Table 1) – in particular in the case of large offerings exceeding the limit for prospectus exemption, in which an investment company intermediates in receiving subscriptions (rendering the brokerage service of receiving and transmitting orders to buy or sell financial instruments) and accepts payments from investors, transferring them to the issuer in the event of the issuance actually taking place.

In summarising my deliberations in this section, I would like to express my hope that I have proved the fallacy of thesis 1, claiming that regulated crowdfunding platforms will create an entirely new market segment. It will be activity constituting competition for investment companies, and to a large degree regulated crowdfunding platforms will compete for issuers and investors with investment companies rendering similar services.

3.2. Regulated platforms (i.e. regulated crowdfunding) will constitute a lighter version of the regulation than that for the typical capital market (thesis 2)

Will crowdfunding platforms operating under the ECSP regime really be subject to lighter regulation, as is being portrayed in marketing terms, or will the opposite be true? The advantages of platforms regulated at an EU level are, of course, highlighted. Firstly, the MiFID will not apply to them, which should significantly ease the burden of the financing process carried out via platforms (although it should be pointed out that the ECSP regime also anticipates a number of obligations for platforms, linked to investor protection). Secondly, the process will take place exclusively online. The foundation regulating the process itself will be the EU Regulation (ECSP), which stipulates that the platforms will perform activities corresponding to two types of brokerage service: the receipt and transmission of orders (which is the relation between issuer and investor) and offering financial instruments (which is a service rendered on behalf of the issuer).

2. Formie „pełnego pośrednictwa” (opcja 3 w tabeli 1) – w szczególności w przypadku ofert dużych, przekraczających progi wyłączenia spod obowiązku sporządzenia prospektu, w ramach której firma inwestycyjna pośredniczy w przyjmowaniu zapisów (świadcząc usługę maklerską przyjmowania i przekazywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych) oraz przyjmuje wpłaty od inwestorów i przekazuje je – w przypadku dojścia emisji do skutku – emitentowi.

Podsumowując rozważania w tej części tekstu chciałbym wyrazić nadzieję, że dowiodłem nieprawdziwości tezy 1., mówiącej, że regulowane platformy crowdfundingowe wykreują całkiem nowy segment rynku. Będzie to działalność konkurencyjna dla firm inwestycyjnych i w dużej mierze regulowane platformy crowdfundingowe będą w znacznej mierze konkurować o emitentów i inwestorów z firmami inwestycyjnymi, świadcząc zbliżone usługi.

3.2. Regulowane platformy (czyli regulowany crowdfunding) to będzie lżejsza wersja regulacji niż dla typowego rynku kapitałowego (teza 2)

Czy platformy crowdfundingowe działające w reżimie ECSP będą faktycznie podlegać lżejszej regulacji, jak to się przedstawia marketingowo, czy też będzie przeciwnie? Oczywiście, podkreśla się zalety platform regulowanych na poziomie UE. Po pierwsze, w ich przypadku nie będzie stosowany MiFID, co powinno bardzo odciążyć proces finansowania realizowany za pośrednictwem platform (choć należy zaznaczyć, że reżim ECSP także przewiduje szereg obowiązków platform związanych z ochroną inwestorów). Po drugie, proces będzie się odbywał wyłącznie on-line. Podstawą regulującą sam proces będzie rozporządzenie unijne (ECSP), które rozstrzyga, że platformy będą wykonywać czynności odpowiadające dwóm rodzajom usług maklerskich: przyjmować i przekazywać zlecenia (co jest relacją pomiędzy emitentem a inwestorem) oraz oferować instrumenty finansowe (co jest usługą świadczoną na rzecz emitenta).

Perhaps a perfunctory analysis of the EU Regulation might lead to one formulating thesis number two. But a more accurate analysis of the provisions does not support it. The licencing process itself that will apply to crowdfunding platforms will, de facto, be a process similar to that of drawing up an application for a brokerage licence. If we take into account all of the requirements placed before a platform applying for a licence (no criminal record, appropriate financial situation, a number of internal regulations required for running a business, the absence of any conflict of interests, organisational preparation, and preparation in terms of IT (the latter important since the entire process takes place exclusively online), then I posit the thesis that an application from a crowdfunding platform does not fundamentally differ from an application for the granting of a brokerage licence.

On top of this there is the entire process of onboarding and investor verification, as well as the obligation to prepare offering documents on the regulated platform, meaning the so-called "set of key information for the investor". There are also burdens arising from the crowdfunding platform regulation (ECSP). In addition, there are requirements for the so-called "Table of Offerings", which is an opportunity for investors to present offerings for financial instruments acquired through the platform, creating – to a limited extent – a secondary market for such instruments. We do not yet know what the supervisory practice will be, but one has to bear in mind that a regulated platform will be operating on the basis of an authorisation issued by the Polish Financial Supervision Authority and will be subject to its oversight. To summarise, I would like to preliminarily posit the following thesis: it may prove that the activities of crowdfunding platforms under the ECSP regime will not be fundamentally lighter at all in terms of regulation than the activities of a "traditional" investment company.

In my view, the burden of the new regulations will most severely affect the relations between the regulated platform and the investor. There are five issues I would like to draw attention to here. And so, an investor on a regulated crowdfunding platform will be obliged to present more information than is currently required of them by the traditional MiFID. Just now, in order for an investment company to be able to receive subscriptions for fi-

Być może powierzchowna analiza przepisów unijnego rozporządzenia może prowadzić do sformułowania tezy nr 2. Ale dokładniejsza analiza przepisów takiej tezy nie potwierdza. I tak, sam proces licencyjny, który będzie dotyczył platform crowdfundingowych, będzie de facto procesem analogicznym do procesu przygotowania wniosku o wydanie zezwoleń na działalność maklerską. Jeżeli weźmiemy pod uwagę wszystkie wymagania wobec platformy ubiegającej się o licencję (niekaralność, odpowiednia sytuacja finansowa, szereg regulacji wewnętrznych, wymaganych dla prowadzenia działalności, brak konfliktu interesów, przygotowanie organizacyjne i informatyczne, to ostatnie istotne, bo cały proces odbywa się wyłącznie on-line), to stawiam tezę, że wniosek platformy crowdfundingowej nie różni się fundamentalnie od wniosku o wydanie zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej.

Poza tym dochodzi cały proces onboardingu i badania inwestora oraz obowiązek przygotowywania na regulowanej platformie dokumentów ofertowych, czyli tak zwanego „arkusza kluczowych informacji dla inwestora”. To są także obciążenia wynikające z regulacji platform crowdfundingowych (ECSP). Do nich dochodzą jeszcze wymogi dla tzw. Tabeli Ofert, czyli możliwości prezentowania przez inwestorów ofert dotyczących instrumentów finansowych nabytych za pośrednictwem platformy, kreującej w ograniczonym zakresie rynek wtórny takich instrumentów. Nie wiemy jeszcze jaka będzie praktyka nadzoru, ale trzeba pamiętać, że regulowana platforma będzie działać na podstawie zezwolenia wydanego przez Komisję Nadzoru Finansowego i że będzie podlegać jej nadzorowi. Podsumowując, chciałbym postawić wstępnie następującą tezę: może się okazać, że działalność platform crowdfundingowych w reżimie ECSP wcale nie będzie regulacyjnie fundamentalnie lżejsza od działalności „tradycyjnej” firmy inwestycyjnej.

W mojej ocenie ciężar nowych regulacji najsilniej dotknie relacje pomiędzy platformą regulowaną a inwestorem. Chciałbym tu zwrócić uwagę na pięć zagadnień. I tak, inwestor na regulowanej platformie crowdfundingowej będzie zobowiązany do przedstawienia większej ilości informacji niż obecnie wymaga od niego tradycyjny MiFID. Obecnie, aby firma inwestycyjna mogła przyjąć od inwestorów zapisy na instrumenty finansowe, musi zbadać wiedzę i doświadczenie inwestora.

nancial instruments from investors, it has to investigate the investor's knowledge and experience. If an investor refuses to undergo such verification, it is sufficient to warn them of the investment company being unable to use information from the MiFID questionnaire, but the service can still be provided anyway. However, in the case of an inexperienced investor the EU provisions will require an examination of their financial situation and investment goals – which are highly sensitive issues. Nevertheless, this will have to be carried out in order to comply with the demands introduced by the EU Regulation, if only to mention those related to having to carry out a simulation of such a client making a loss, while also having fulfil a number of additional regulatory obligations if one proposes to an investor on the platform investments exceeding one thousand euros or of a value above 5% of their assets. It is worth noting how quite casuistic these provisions are, and just how much information (though of course not in every case) one will be required to obtain from an inexperienced investor. Apart from this, the experience of a potential (inexperienced) investor will have to be assessed. The provisions also stipulate that between the submission of the subscription declaration and the issuance actually taking place, the investor will have time to withdraw from this investment (a so-called cooling-off period). And finally there are the so-called requirements for the Table of Offerings as presented above.

Taking into account all the obligations and restrictions, one has to reach the conclusion that the activities of crowdfunding platforms will be heavily regulated: the number of burdens on both the platform itself and the issuer will be very significant. I would therefore argue with the thesis that regulated platforms – regulated by EU provisions – will be entities able to operate on the capital market under conditions of highly limited regulatory burdens. That is absolutely not so. It is going to be a tough piece of regularly bread to sink one's teeth into, both for those running such platforms and for investors.

Jeżeli inwestor odmówi poddania się takiemu badaniu, wystarczy go ostrzec o braku możliwości wykorzystania informacji z ankiety MiFID przez firmę inwestycyjną i można usługę mimo wszystko świadczyć. Natomiast w przypadku niedoświadczonego inwestora przepisy unijne będą wymagać, aby zbadać jego sytuację majątkową oraz cele inwestycyjne, a są to bardzo wrażliwe kwestie. Trzeba będzie jednak to zrobić, aby wypełnić wymagania wprowadzone przez rozporządzenie unijne związane chociażby z tym, że trzeba przeprowadzić symulację ponoszenia strat przez takiego klienta, a także dopełnić szeregu dodatkowych regulacyjnych obowiązków, jeżeli proponujemy klientowi na platformie inwestycje powyżej jednego tysiąca euro lub o wartości przekraczającej 5% jego majątku. Warto zwrócić uwagę jak bardzo kazuistyczne są to przepisy i jak dużą ilość informacji (oczywiście nie w każdym przypadku) trzeba będzie otrzymywać od niedoświadczonego inwestora. Poza tym trzeba będzie ocenić doświadczenie potencjalnego (niedoświadczonego) inwestora. Przepisy przesądzą także, że inwestor pomiędzy złożeniem oświadczenia o zapisie a dojściem emisji do skutku będzie miał czas na wycofanie się z tej inwestycji (tzw. okres do namysłu). Są wreszcie tzw. wymogi dla Tabeli Ofert, o których była już mowa wyżej.

Biorąc pod uwagę wszystkie obowiązki i ograniczenia trzeba dojść do wniosku, że działalność platform crowdfundingowych zostanie mocno doregulowana: ilość obciążeń zarówno dla samej platformy, jak i dla emitenta będzie bardzo istotna. Dlatego polemizuję z tezą, że regulowane (przez przepisy unijne) platformy będą podmiotami, które będą prowadzić działalność na rynku kapitałowym w warunkach istotnie ograniczonych obciążeń regulacyjnych. Absolutnie nie. To będzie ciężki kawałek regulacyjnego chleba do zgryzienia zarówno przez prowadzących takie platformy, jak i przez inwestorów.

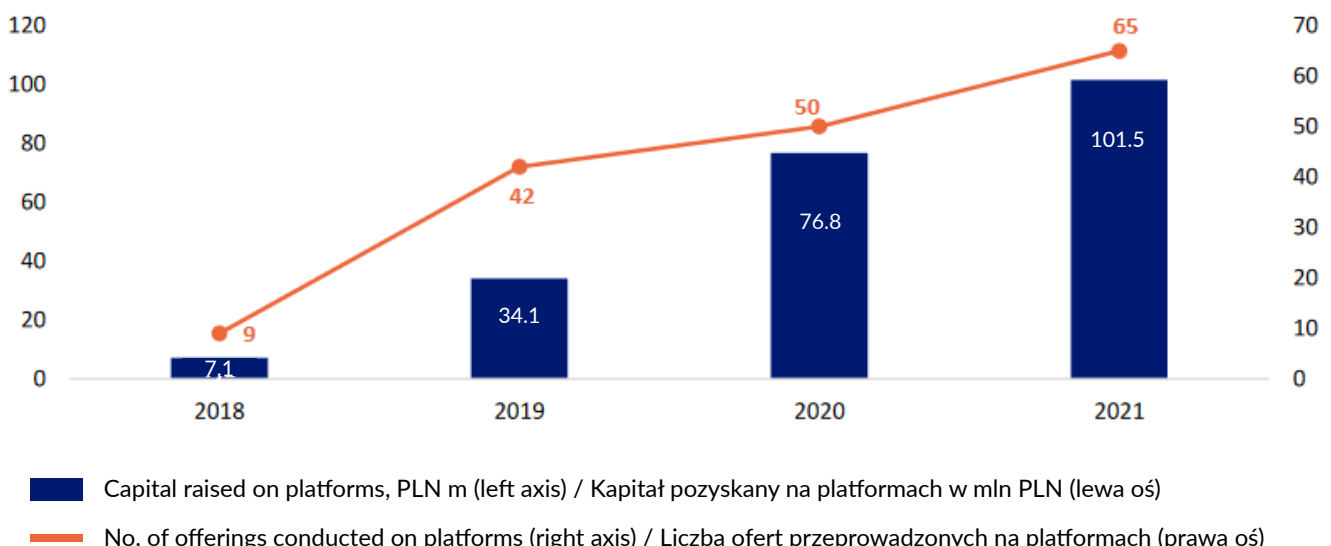
3.3. Regulated crowdfunding is and will be a niche segment of the capital market (thesis 3)

Figure 1 presents the growth of investment crowdfunding in Poland over the last few years. As can be seen, the crowdfunding market is growing very dynamically, both in the number of offerings carried out and in terms of the value of capital raised. In 2021, the amount of capital raised through crowdfunding exceeded PLN 100 million. From the point of view of big investment companies, the crowdfunding market could still be described as small, and in a sense perhaps it does not even deserve their interest, since its size in such a good year (2021) – in regard to the offerings and activity on the capital market – was insignificant. However, my thesis is that this market is going to grow, despite the fact that we're entering tough times; investor sentiment also is not at its best due to the war in Ukraine, the economic turbulence, and commodity price rises, etc. The crowdfunding market has a chance of achieving rapid growth for another reason.

3.3. Crowdfunding regulowany jest i będzie niszowym segmentem rynku kapitałowego (teza 3)

Wykres 1 przedstawia rozwój crowdfundingu inwestycyjnego w Polsce w kilku ostatnich latach. Jak widać, rynek crowdfundingu rośnie bardzo dynamicznie, zarówno pod względem liczby przeprowadzanych ofert, jak i pod względem wartości pozyskanego kapitału. W 2021 roku pozyskany w wyniku crowdfundingu kapitał przekroczył wartość 100 mln zł. Z perspektywy dużych firm inwestycyjnych można oceniać, że rynek crowdfundingu nadal jest mały i w pewnym sensie może nawet nie zasługuje na zainteresowanie, skoro jego rozmiary w takim dobrym – jeśli chodzi o oferty i o aktywność na rynku kapitałowym – roku (2021) nie były istotne. Jednak ja stawiam tezę, że ten rynek będzie rósł, mimo że wchodzimy w trudne czasy, jeżeli chodzi o inwestycje: sentyment inwestorów również nie jest najlepszy w związku z wojną w Ukrainie, turbulencjami gospodarczymi, wzrostami cen surowców i in. Rynek crowdfundingu ma szansę rosnąć dynamicznie z innego powodu.

Figure 2. Growth in the investment crowdfunding market in Poland, 2018–2021
Wykres 1. Rozwój rynku crowdfundingu inwestycyjnego w Polsce, lata 2018–2021



Source: Rynek ofert publicznych akcji oraz dłużnych papierów wartościowych w Polsce w 2021 r. [Market for public offerings of shares and debt securities in Poland in 2021], KNF March 2022, p. 11; https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Rynek_ofert_publicznych_akcji_oraz_dluznych_papierow_wartosciowych_w_Polsce_w_2021.pdf

Źródło: Rynek ofert publicznych akcji oraz dłużnych papierów wartościowych w Polsce w 2021 r., KNF marzec 2022, s. 11; https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Rynek_ofert_publicznych_akcji_oraz_dluznych_papierow_wartosciowych_w_Polsce_w_2021.pdf

The EUR 100 million raised on crowdfunding platforms in 2021 only embraces those public offerings that planned to raise funds of up to one million euros. In one and a half years, from mid-2023, the permitted value of a single transaction via crowdfunding platforms – if such platforms are set in motion under the new regulatory regime – will be up to EUR 5 million (which is about PLN 20 million). If we were to analyse the market for so-called mid-market offerings, meaning those of between PLN 5 m and 20 m, we would conclude that it is a very significant part of the current market, which until now has been handled by brokerage houses. At values exceeding PLN 11–12 million (the equivalent of EUR 2.5 million¹⁰) there is currently the obligation to draw up a prospectus, along with a brokerage obligation – meaning that funds must be received by an investment company. Thanks to the new provisions, it will be possible for crowdfunding platforms to take over transactions of this scale; and that will mean the appearance of competition on this part of the market, between crowdfunding platforms and brokerage offices. At the end of the day, of course, everything has to pay off.

Instead of a summary

Will the new EU provisions on investment crowdfunding conducted by platforms affect the profitability of such activity? They will certainly limit it. But if crowdfunding activity pays off for investment companies today, then all the more so it will pay off for crowdfunding platforms which, in organisational terms, will be able to run operations generating somewhat lower regulatory costs (including for personnel). And this is precisely where I would see the most positive impact of the EU regulations on the crowdfunding market in Poland.

¹⁰ This is the limit to an offering's value, above which (in the absence of other exemptions) there is an obligation to draw up a prospectus.

Pozyskane na platformach crowdfundingowych w 2021 r. 100 mln euro to są tylko oferty publiczne, które zakładały pozyskanie środków finansowych o wartości do jednego miliona euro. Za półtora roku, czyli od połowy 2023 r. za pośrednictwem platform crowdfundingowych, jeżeli takie platformy ruszą w nowym systemie regulacji, wartość jednostkowej transakcji będzie mogła wynosić do 5 mln euro (czyli ok. 20 mln zł). Gdybyśmy przeanalizowali rynek tzw. średnich ofert, czyli tych pomiędzy 5 mln a 20 mln zł, to dojdziemy do wniosku, to jest bardzo istotna część obecnego rynku, którą do tej pory obsługują domy maklerskie. Powyżej tych 11–12 mln zł (czyli odpowiednika 2,5 mln euro¹⁰) mamy obecnie przymus przygotowania prospektu oraz przymus maklerski, czyli konieczność przyjmowania środków przez firmę inwestycyjną. Tego rozmiaru transakcje – dzięki nowym przepisom – będą mogły zostać przejęte przez platformy crowdfundingowe; pojawi się więc konkurencja na tej części rynku między platformami crowdfundingowymi a biurami maklerskimi. Na koniec dnia, to wszystko musi się natomiast oczywiście opłacać.

Zamiast podsumowania

Czy nowe przepisy unijne dotyczące crowdfundingu inwestycyjnego prowadzonego przez platformy będą miały wpływ na opłacalność tego rodzaju działalności? Z całą pewnością będą ją ograniczać. Ale jeśli obecnie działalność crowdfundingowa opłaca się firmom inwestycyjnym, to tym bardziej będzie się ona opłacała platformom crowdfundingowym, które pod względem organizacyjnym będą mogły prowadzić działalność generującą nieco niższe koszty regulacyjne (w tym kadrowe). W tym właśnie upatrywałbym najbardziej pozytywny wpływ regulacji unijnych na rynek crowdfundingu w Polsce.

¹⁰ Jest to próg wartości oferty, powyżej którego istnieje (przy braku innych wyłączeń) obowiązek sporządzenia prospektu emisyjnego.



Marcin Czugan

President of the Board of the Association of Financial Enterprises in Poland (ZPF).

A graduate of Law and Economics at the University of Szczecin, Postgraduate Studies in Law of New Technologies and Intellectual Property Law at the University of Gdańsk and MBA studies at the Gdańsk University of Technology.

Attorney-at-law, since 2016 continuously a member of the Council of the District Chamber of Legal Advisers in Gdańsk. Director of the Legal and Legislative Department, from 2016 – vice-president of the board, and from August 2020 – President of the Management Board of the Association of Financial Enterprises. In years 2015–2017, he was the chairman of the Legal and Political Committee of EUROFINAS (the European Federation of Finance House Associations) in Brussels, the largest organization associating consumer credit lenders in Europe, and currently a member of its board.

Prezes zarządu Związku Przedsiębiorstw Finansowych w Polsce (ZPF).

Absolwent Uniwersytetu Szczecińskiego (Prawo i Ekonomia), Uniwersytetu Gdańskiego (Podyplomowe Studia Prawa Nowych Technologii i Prawa Własności Intelektualnej) oraz studiów MBA na Politechnice Gdańskiej.

Radca prawny, od 2016 nieprzerwanie członek Rady Okręgowej Izby Radców Prawnych w Gdańsku. Dyrektor Departamentu Prawno-Legislacyjnego, od 2016 r. – wiceprezes zarządu, a od sierpnia 2020 r. – prezes zarządu Związku Przedsiębiorstw Finansowych. W latach 2015–2017 przewodniczący Komitetu Prawno-Politycznego EUROFINAS (the European Federation of Finance House Associations) w Brukseli, największej organizacji zrzeszającej kredytodawców kredytu konsumenckiego w Europie, a obecnie członek jej zarządu.



Jarosław Mizera

Co-founder and COO at StockAmbit, member of the Supervisory Board of F1 Pharma S.A.

Współzałożyciel i dyrektor ds. operacyjnych StockAmbit, członek rady nadzorczej F1 Pharma S.A.

A graduate of the University of Economics in Warsaw.

Absolwent Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Warszawie.

Since 1994, he has been associated with the capital market. He has experience gained in brokerage houses and as an authorized NewConnect advisor. Specialist in the primary market and capital projects. He dealt with the organization of stock exchange debuts of companies, SPOs, mergers and acquisitions. He supervised the processes of raising capital and introducing several dozen companies to the WSE.

Od 1994 roku związany z rynkiem kapitałowym. Posiada doświadczenie zdobyte w domach maklerskich oraz jako autoryzowany doradca NewConnect. Specjalista w sprawach rynku pierwotnego oraz projektach kapitałowych. Zajmował się organizacją debiutów giełdowych spółek, SPO oraz transakcjami fuzji i przejęć. Nadzorował procesy pozyskania kapitału i wprowadzenia na GPW kilkudziesięciu firm.



Michał Karwasiński

Partner at KSZ Smart Legal law firm. Attorney-at-law with several years of experience in the area of the financial market, including regulatory advisory and risk management.

A graduate of Finance at the Faculty of Management and Law at the Faculty of Law and Administration of the University of Warsaw. Ph.D. at the Faculty of Law and Administration of the University of Warsaw and a one-year course in American law at the Center for American Law Studies, co-organized by the University of Florida.

He started his professional career at the Polish Financial Supervision Authority. While studying law, he initiated the establishment of the ConsuLex Law IT Consulting association, the first non-for-profit student organization in Poland providing free legal assistance to the poor and business consulting services.

Before founding KSZ Smart Legal, he gained experience in a law firm specializing in providing services to financial institutions. He also worked as a Risk Manager in one of the banking investment fund companies.

Partner w kancelarii prawnej KSZ Smart Legal. Radca prawny z kilkunastoletnim doświadczeniem w obszarze rynku finansowego, w tym doradztwa regulacyjnego i zarządzania ryzykiem.

Absolwent finansów na Wydziale Zarządzania oraz prawa na Wydziale Prawa i Administracji Uniwersytetu Warszawskiego. Ukończył studia doktoranckie na Wydziale Prawa i Administracji UW oraz roczny kurs prawa amerykańskiego w Center for American Law Studies, współorganizowany przez University of Florida.

Swoją karierę zawodową rozpoczął w Komisji Nadzoru Finansowego. Jeszcze w czasie studiów prawniczych zainicjował powstanie stowarzyszenia ConsuLex Law IT Consulting, pierwszej w Polsce studenckiej organizacji non-for-profit, świadczącej nieodpłatną pomoc prawną dla osób niezamożnych oraz biznesowe usługi doradcze.

Przed założeniem KSZ Smart Legal zdobywał doświadczenie w kancelarii specjalizującej się w obsłudze instytucji finansowych. Wcześniej pracował na stanowisku Risk Managera w jednym z bankowych towarzystw funduszy inwestycyjnych.

The List of Previous mBank – CASE Seminar Proceedings:

Lista poprzednich publikacji w tej serii wydawniczej:

Previous editions are available at

<http://www.case-research.eu/en/bre-bank-mbank-case-seminar-proceedings>

Poprzednie edycje dostępne pod adresem

<http://www.case-research.eu/pl/bre-bank-mbank-case-seminar-proceedings>

1. Absorpcja kredytów i pomocy zagranicznej w Polsce w latach 1989–1992
2. Absorpcja zagranicznych kredytów inwestycyjnych w Polsce z perspektywy pożyczkodawców i pożyczkobiorców
3. Rozliczenia dewizowe z Rosją i innymi republikami b. ZSRR. Stan obecny i perspektywy
4. Rynkowe mechanizmy racjonalizacji użytkowania energii
5. Restrukturyzacja finansowa polskich przedsiębiorstw i banków
6. Sposoby finansowania inwestycji w telekomunikacji
7. Informacje o bankach. Możliwości zastosowania ratingu
8. Gospodarka Polski w latach 1990–92. Pomiary a rzeczywistość
9. Restrukturyzacja finansowa przedsiębiorstw i banków
10. Wycena ryzyka finansowego
11. Majątek trwały jako zabezpieczenie kredytowe
12. Polska droga restrukturyzacji złych kredytów
13. Prywatyzacja sektora bankowego w Polsce – stan obecny i perspektywy
14. Etyka biznesu
15. Perspektywy bankowości inwestycyjnej w Polsce
16. Restrukturyzacja finansowa przedsiębiorstw i portfeli trudnych kredytów banków komercyjnych (podsumowanie skutków ustawy o restrukturyzacji)
17. Fundusze inwestycyjne jako instrument kreowania rynku finansowego w Polsce
18. Dług publiczny
19. Papiery wartościowe i derywaty. Procesy sekurytyzacji
20. Obrót wierzytelnościami
21. Rynek finansowy i kapitałowy w Polsce a regulacje Unii Europejskiej
22. Nadzór właścicielski i nadzór bankowy
23. Sanacja banków
24. Banki zagraniczne w Polsce a konkurencja w sektorze finansowym
25. Finansowanie projektów ekologicznych
26. Instrumenty dłużne na polskim rynku
27. Obligacje gmin
28. Sposoby zabezpieczania się przed ryzykiem niewypłacalności kontrahentów. Wydanie specjalne: Jak dokończyć prywatyzację banków w Polsce
29. Jak rozwiązać problem finansowania budownictwa mieszkaniowego
30. Scenariusze rozwoju sektora bankowego w Polsce
31. Mieszkalnictwo jako problem lokalny
32. Doświadczenia w restrukturyzacji i prywatyzacji przedsiębiorstw w krajach Europy Środkowej

33. (nie ukazała się / was not published)
34. Rynek inwestycji energooszczędnych
35. Globalizacja rynków finansowych
36. Kryzysy na rynkach finansowych skutki dla gospodarki polskiej
37. Przygotowanie polskiego systemu bankowego do liberalizacji rynków kapitałowych
38. Docelowy model bankowości spółdzielczej
39. Czy komercyjna instytucja finansowa może skutecznie realizować politykę gospodarczą państwa?
40. Perspektywy gospodarki światowej i polskiej po kryzysie rosyjskim
41. Jaka reforma podatkowa jest potrzebna dla szybkiego wzrostu gospodarczego?
42. Fundusze inwestycyjne na polskim rynku – znaczenie i tendencje rozwoju
43. Strategia walki z korupcją – teoria i praktyka
44. Kiedy koniec złotego?
45. Fuzje i przejęcia bankowe
46. Budżet 2000
47. Perspektywy gospodarki rosyjskiej po kryzysie i wyborach
48. Znaczenie kapitału zagranicznego dla polskiej gospodarki
49. Pierwszy rok sfery euro – doświadczenia i perspektywy
50. Finansowanie dużych przedsięwzięć o strategicznym znaczeniu dla polskiej gospodarki
51. Finansowanie budownictwa mieszkaniowego
52. Rozwój i restrukturyzacja sektora bankowego w Polsce – doświadczenia 11 lat
53. Dlaczego Niemcy boją się rozszerzenia strefy euro?
54. Doświadczenia i perspektywy rozwoju sektora finansowego w Europie Środkowo-Wschodniej
55. Portugalskie doświadczenia w restrukturyzacji i prywatyzacji banków
56. Czy warto liczyć inflację bazową?
57. Nowy system emerytalny w Polsce – wpływ na krótko- i długoterminowe perspektywy gospodarki i rynków finansowych
58. Wpływ światowej recesji na polską gospodarkę
59. Strategia bezpośrednich celów inflacyjnych w Ameryce Łacińskiej
59. (a) Reformy gospodarcze w Ameryce Łacińskiej
60. (nie ukazała się / was not published)
61. Stan sektora bankowego w gospodarkach wschodzących – znaczenie prywatyzacji
62. Rola inwestycji zagranicznych w gospodarce
63. Rola sektora nieruchomości w wydajnej realokacji zasobów przestrzennych
64. Przyszłość warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych
65. Stan finansów publicznych w Polsce – konieczność reformy
66. Polska w Unii Europejskiej. Jaki wzrost gospodarczy?
67. Wpływ sytuacji gospodarczej Niemiec na polską gospodarkę
68. Konkurencyjność reform podatkowych – Polska na tle innych krajów
69. Konsekwencje przystąpienia Chin do WTO dla krajów sąsiednich
70. Koszty spowolnienia prywatyzacji w Polsce
71. Polski sektor bankowy po wejściu Polski do Unii Europejskiej

72. Reforma procesu stanowienia prawa
73. Elastyczny rynek pracy w Polsce. Jak sprostać temu wyzwaniu?
74. Problem inwestycji zagranicznych w funduszu emerytalnym
75. Funkcjonowanie Unii Gospodarczej i Walutowej
76. Konkurencyjność sektora bankowego po wejściu Polski do Unii Europejskiej
77. Zmiany w systemie polityki monetarnej na drodze do euro
78. Elastyczność krajowego sektora bankowego w finansowaniu MSP
79. Czy sektor bankowy w Polsce jest innowacyjny?
80. Integracja europejskiego rynku finansowego – zmiana roli banków krajowych
81. Absorpcja funduszy strukturalnych
82. Sekurytyzacja aktywów bankowych
83. Jakie reformy są potrzebne Polsce?
84. Obligacje komunalne w Polsce
85. Perspektywy wejścia Polski do strefy euro
86. Ryzyko inwestycyjne Polski
87. Elastyczność i sprawność rynku pracy
88. Bułgaria i Rumunia w Unii Europejskiej Szansa czy konkurencja dla Polski?
89. Przedsiębiorstwa sektora prywatnego i publicznego w Polsce (1999–2005)
90. SEPA – bankowa rewolucja
91. Energetyka–polityka–ekonomia
92. Ryzyko rynku nieruchomości
93. Wyzwania dla wzrostu gospodarczego Chin
94. Reforma finansów publicznych w Polsce
95. Inflacja – czy mamy nowy problem?
96. Zaburzenia na światowych rynkach a sektor finansowy w Polsce
97. Stan finansów ochrony zdrowia
98. NUK – Nowa Umowa Kapitałowa
99. Rozwój bankowości transgranicznej a konkurencyjność sektora bankowego w Polsce
100. Kryzys finansowy i przyszłość systemu finansowego
101. Działalność antykryzysowa banków centralnych
102. Jak z powodzeniem wejść do strefy euro
103. Integracja rynku finansowego po pięciu latach członkostwa Polski w Unii Europejskiej
104. Nowe wyzwania w zarządzaniu bankami w czasie kryzysu
105. Credit crunch w Polsce?
106. System emerytalny. Finanse publiczne. Długookresowe cele społeczne
107. Finanse publiczne w krajach UE. Jak posprzątać po kryzysie (cz. 1)
108. Finanse publiczne w krajach UE. Jak posprzątać po kryzysie (cz. 2)
109. Kryzys finansowy – Zmiany w regulacji i nadzorze nad bankami
110. Kryzys fiskalny w Europie – Strategie wyjścia
111. Banki centralne w zarządzaniu kryzysem finansowym – Strategie wyjścia

112. Gospodarka nisko emisyjna – czy potrzebny jest Plan Marshalla?
113. Reformy emerytalne w Polsce i na świecie widziane z Paryża
114. Dostosowanie fiskalne w Polsce w świetle konstytucyjnych i ustawowych progów ostrożnościowych
115. Strefa euro – kryzys i drogi wyjścia
116. Zróżnicowanie polityki fiskalnej w trakcie kryzysu lat 2007–2009 i po kryzysie
117. Perspektywy polskiej gospodarki w latach 2012–2013
118. Problemy fiskalne w czasach malejącego popytu i obaw o wysokość długu publicznego
119. Kondycja banków w Europie i Polsce. Czy problemy finansowe inwestorów strategicznych wpłyną na zaostrzenie polityki kredytowej w spółkach–córkach w Polsce
120. Zmiany regulacji a rozwój sektora bankowego
121. Scenariusze energetyczne dla Polski
122. Dlaczego nie wolno dopuścić do rozpadu strefy euro
123. Unia bankowa – skutki dla UE, strefy euro i dla Polski
124. Procedura restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banku doświadczenia światowe, rozwiązania dla UE i dla Polski
125. Ład korporacyjny w bankach po kryzysie
126. Sektor bankowy w Europie. Co zmienił kryzys?
127. Austerity Revisited, czyli ponownie o zacieśnieniu fiskalnym
128. Polityczne korzenie kryzysów bankowych i ograniczonej akcji kredytowej
129. Długofalowe skutki polityki niskich stop i poluzowania polityki pieniężnej
130. Kryzysy finansowe w ujęciu historycznym i co z nich dla nas wynika / Lessons learned for monetary policy from the recent crisis
131. Skutki niekonwencjonalnej polityki pieniężnej: czego banki centralne nie uwzględniają w swoich modelach? / The effects of unconventional monetary policy: what do central banks not include in their models?
132. Czy w Europie jest za dużo banków? / Is Europe Overbanked?
133. Transformacja gospodarcza w Polsce w perspektywie porównawczej / The Polish Transition in a Comparative Perspective
134. Jak kształtowała się konkurencja w sektorze bankowym w Polsce i w Europie przed kryzysem i w okresie kryzysu / On Competition in the Banking Sector in Poland and Europe Before and During the Crisis
135. Ćwierć wieku ukraińskich reform: za mało, za późno i zbyt wolno / A quarter century of economic reforms in Ukraine: too late, too slow, too little
136. Korporacyjny rynek papierów dłużnych w Polsce: aktualny stan, problemy, perspektywy rozwoju / Corporate debt securities market in Poland: state of art, problems, and prospects for development
137. Unia Bankowa – gdzie jesteśmy / The Banking Union: State of Art
138. Bezpośrednie i pośrednie obciążenia polskich banków AD 2015. Próba inwentaryzacji i pomiaru niektórych z nich / New publication: An assessment of direct and indirect liabilities of Polish banks AD 2015
140. Stan i perspektywy rozwoju rynku funduszy private equity w Polsce / The condition of and prospects for the private equity funds market in Poland
141. Co dalej z systemem euro? / Rethinking the Euro system (w przygotowaniu)
142. Problem nieściągalności VAT w Polsce pod lupą / VAT non-compliance in Poland under scrutiny
143. Polityka gospodarcza i rozwój sytuacji makroekonomicznej na Węgrzech, 2010–2015 / Economic policy and macroeconomic developments in Hungary, 2010–2015
144. O wzroście gospodarczym w Europie, czyli niepewna perspektywa rozwoju krajów zachodnich / On Economic Growth in Europe, or, The Uncertain Growth Prospects of Western Countries
145. Katalońska gospodarka: kryzys, odbudowa i wyzwania dla polityki gospodarczej / The Catalan economy: Crisis, recovery and policy challenges

146. Polityka gospodarcza i otoczenie międzynarodowe, a stan finansów publicznych w Polsce. Scenariusze / Economic policy, the international environment and the state of Poland's public finances: Scenarios
147. Jak Komisja Europejska i kraje europejskie walczą z oszustwami VAT / How the European Commission and European countries fight VAT fraud
148. Kapitalizm oligarchiczny w Rosji: stagnacyjny ale stabilny / Russia's Crony Capitalism: Stagnant But Stable
149. Znaczenie imigracji zarobkowej dla gospodarki Polski / The Influence of Economic Migration on the Polish Economy
150. Więcej za mniej: jaki system podatkowy dla Polski / More for less: What tax system for Poland?
151. The Stupendous US Record Gets Suppressed / Zdumiewające karty amerykańskiej historii pozostają w ukryciu
153. Will Ukraine Be Able to Establish Real Property Rights? / Czy Ukraina będzie w stanie wprowadzić rzeczywiste prawa własności?
154. Thinking about pension systems for the 21st century: A few remarks based on the Polish example / Rozważania o systemie emerytalnym w XXI wieku: Kilka uwag na podstawie polskiego systemu
156. What's next for healthcare in Poland: diagnosis and prognosis / Co dalej z ochroną zdrowia w Polsce – stan i perspektywy
157. Is a Fiscal Policy Council needed in Poland? / Czy Rada Polityki Fiskalnej jest potrzebna Polsce?
158. Is Non-State Money Possible? / Czy pieniądź niepaństwowy jest możliwy?
159. Why do we need self-employed persons? Some economic reflections, mainly tax related ones / Po co nam samozatrudnieni? Refleksje ekonomiczne, głównie podatkowe
160. Financing for the Polish economy: prospects and threats / Finansowanie polskiej gospodarki: perspektywy i zagrożenia
161. Turning away from globalization? Trade wars and the rules of competition in global trade: Implications for the EU / Czy odwrót od globalizacji? Wojny handlowe oraz zasady konkurencji w światowym handlu. Implikacje dla UE
162. The European Union: State of play and prospects / Unia Europejska: stan i perspektywy
163. Estonian corporate tax: Lessons for Poland / Estoński CIT – lekcje dla Polski
164. Is a bubble inflating on Poland's housing market? / Czy na polskim rynku mieszkaniowym narasta bańka cenowa?
165. Is the economy doomed to a long recession? / Czy gospodarka jest skazana na długą recesję?
166. Why We Still Need Free Trade and Globalization / Dlaczego wciąż potrzebujemy wolnego handlu i globalizacji
167. The retirement age and the pension system, the labor market and the economy / Wiek emerytalny a system emerytalny, rynek pracy i gospodarka
168. Problems at Poland's banks are threatening the economy / Problemy banków zagrażają rozwojowi polskiej gospodarki
169. An outline of needed reforms for the healthcare system: What has the COVID-19 crisis changed? / Kierunki niezbędnych reform w ochronie zdrowia. Co zmienia kryzys wywołany pandemią Covid-19?
170. The Polish Deal: The economic consequences of the proposed new tax system / Polski Ład: Gospodarcze skutki proponowanych zmian w systemie podatkowym
171. Tax Challenges and Opportunities of the Growing Digital Economy / Wyzwania i możliwości podatkowe rozwijającej się gospodarki cyfrowej
172. The growing public debt and the associated risks / Rosnące zadłużenie państw i jego ryzyka