

DOMINIKA KORDELA

dominika.kordela@wzieu.pl

---

*Crowdfunding udziałowy w Stanach Zjednoczonych*

---

Equity Crowdfunding in the United States of America

**Słowa kluczowe:** rynek kapitałowy; crowdfunding; alternatywne instrumenty finansowe

**Keywords:** capital market; crowdfunding; alternative finance

**Kod JEL:** G23; E44; F65

## **Wstęp**

Rozwój technologii informatycznych oraz zawirowania w sektorze bankowym i na rynku kapitałowym obserwowane w ostatnich latach (głównie związane z kryzysem zaufania na rynku i stratami wizerunkowymi spowodowanymi przez kryzys finansowy) można uznać za jedno z przyczyn rozwoju alternatywnych instrumentów finansowych. Ich istotą jest ograniczona lub pominięta rola tradycyjnego pośrednika finansowego.

Segment alternatywnych instrumentów finansowych rozwija się bardzo dynamicznie. Jedną z form alternatywnego finansowania i alternatywnego inwestowania jest crowdfunding, w ramach którego wyróżnia się trzy modele: donacyjny, pożyczkowy i inwestycyjny. Celem artykułu jest przedstawienie istoty crowdfundingu udziałowego, będącego jedną z form modelu inwestycyjnego, jak również analiza uregulowań prawnych oraz ocena stanu rozwoju tego alternatywnego instrumentu finansowania w Stanach Zjednoczonych.

## 1. Crowdfunding jako konsekwencja wirtualizacji rynku finansowego

Postęp technologiczny związany z rozwojem technologii internetowych oraz postępująca globalizacja w obszarze realnej gospodarki i rynków finansowych zmieniły i wciąż zmieniają nie tylko wiele aspektów codzienności, ale również funkcjonowanie rynku finansowego. Konsekwencje przeobrażeń w obszarze rynku finansowego to m.in. powstawanie nowych kanałów dystrybucji usług finansowych i instrumentów finansowych, tworzenie alternatywnych platform giełdowych, skrócenie czasu realizacji transakcji, łatwy i szybki dostęp do rachunków bankowych i inwestycyjnych, nieograniczony geograficznie dostęp do źródeł finansowania i inwestycji oraz powstawanie nowych instrumentów finansowych.

Efektom cyfryzacji rynku finansowego jest nie tylko wzrost liczby internetowych rachunków bankowych i inwestycyjnych, ale także rozwój internetowych usług finansowych bez udziału instytucji finansowych (lub z udziałem ograniczającym się tylko do rozliczenia transakcji). Na malejące znaczenie tradycyjnych pośredników na rynku finansowym oraz rozwój alternatywnych instrumentów finansowych wskazują również Klimontowicz i Harasim [2015, s. 230].

Przykładem inicjatyw alternatywnego finansowania jest crowdfunding, rozumiany jako użycie małych kwot pieniędzy pozyskiwanych od dużej liczby osób indywidualnych lub organizacji na sfinansowanie projektu, przedsięwzięcia lub pożyczki oraz innych potrzeb za pośrednictwem internetowych platform [Kirby, Worner, 2014, s. 4].

W polskiej literaturze przedmiotu Dziuba definiuje crowdfunding jako dowolną formę gromadzenia środków finansowych przez sieć komputerową (ujęcie szersze), wskazuje też węższe ujęcie definicyjne, określając tym terminem proces zbierania środków przez przedsiębiorstwa, artystów lub organizacje non-profit na potrzeby realizacji projektów, organizacji przedsięwzięć i inwestycje [Dziuba, 2012, s. 84].

W swoim raporcie UKIE wyróżniło trzy modele crowdfundingu: donacyjny, pożyczkowy oraz inwestycyjny, w ramach którego wyróżnia się crowdfunding udziałowy (*equity crowdfunding*). W modelu inwestycyjnym środki przekazywane są w zamian za obietnicę objęcia udziału w przedsiębiorstwie (crowdfunding udziałowy) lub zyskach (tzw. model zbiorowego inwestowania, inwestor otrzymuje prawo do udziału w zyskach lub przychodach generowanych przez finansowany projekt, natomiast nie otrzymuje udziałów [akcji] w przedsiębiorstwie realizującym projekt) [UKIE, 2012].

Model donacyjny rozwinął się jako pierwszy. Sukces platform działających w formie *rewards-based crowdfunding* (istotą jest symboliczne wynagradzanie uczestników wspierających finansowo różne projekty) spowodował wykorzystanie potencjału internetu dla celów pozyskania kapitałów przez przedsiębiorstwa, będące na etapie start-upu, za pośrednictwem wyspecjalizowanych platform. Podstawową cechą crowdfundingu, bez względu na jego formy, jest zatem przebieg i realizacja transakcji w internecie, w zasadzie bez korzystania z usług pośredników finansowych (poza momentem rozliczenia transakcji).

## 2. Crowdfunding udziałowy – systematyka pojęć, rozwój instrumentu

Istota crowdfundingu udziałowego polega na skierowaniu przez przedsiębiorstwa za pośrednictwem internetu oferty sprzedaży udziałów do wielu inwestorów w celu pozyskania środków finansowych na rozwój działalności. Kojarzeniem przedsiębiorstw i inwestorów zajmują się wyspecjalizowane platformy internetowe, które zapewniają środki do realizacji transakcji. Platformy internetowe dostarczają zwykle stosownego oprogramowania, tworzą regulaminy zapewniające legalność transakcji, umożliwiają finansową realizację transakcji przy udziale określonych kanałów płatności [Ahlers i in., 2015, s. 957].

Proces finansowania i inwestowania za pośrednictwem platform crowdfundingu udziałowego jest inicjowany przez przedsiębiorstwo mające zapotrzebowanie na kapitał (zwykle na określony i opisany cel). Potencjalni inwestorzy wyszukują interesujące oferty i przekazują środki pieniężne (zwykle niewielkie kwoty). Platformy internetowe natomiast dostarczają technicznych możliwości nie tylko do przekazania środków pieniężnych, ale również do wykonywania praw wynikających z posiadanych przez inwestorów udziałów [Ahlers i in., 2015, s. 959].

*Equity crowdfunding* nie został dotąd jednoznacznie zdefiniowany. Bradford określa crowdfunding udziałowy jako model wiążący się ze sprzedażą papierów wartościowych – jest to użycie internetu do zebrania małych sum środków pieniężnych od dużej liczby inwestorów, co może stać się znaczącym zasileniem finansowym dla małych przedsiębiorstw. Dzięki crowdfundingowi dla przedsiębiorstw znajdujących się w początkowych fazach rozwoju, mających zwykle trudności z pozyskaniem kapitału zewnętrznego, pojawia się możliwość pozyskania go od niemal każdej osoby na świecie mającej dostęp do internetu, wolne środki finansowe i chęć ich zainwestowania [Bradford, 2012, s. 1, 24].

Z kolei Ahlers, Cumming, Günther i Schweizer zdefiniowali *equity crowdfunding* jako metodę finansowania podlegającą sprzedaży przez przedsiębiorcę akcji lub udziałów w przedsiębiorstwie grupie drobnych inwestorów w ofercie publikowanej na wyspecjalizowanych platformach internetowych [Ahlers i in., 2015, s. 963].

Crowdfunding udziałowy jest zaliczany do alternatywnych instrumentów pozyskiwania środków pieniężnych i – podobnie jak inne alternatywne instrumenty finansowania – charakteryzuje się następującymi cechami [Klimontowicz, Harasim, 2015, s. 228–229]:

- sposób i miejsce dokonywania transakcji, którym są różnego rodzaju platformy transakcyjne,
- proste i przejrzyste procedury zawierania transakcji finansowych,
- brak ograniczeń regulacyjnych charakterystycznych dla sektora finansowego, w tym szczególnie sektora bankowego,
- brak ochrony uczestników transakcji kupna-sprzedaży.

### 3. Regulacje, podstawy prawne i formy crowdfundingu w Stanach Zjednoczonych

W Stanach Zjednoczonych platformy internetowe pośredniczące w finansowaniu udziałowym są regulowane zarówno prawem stanowym, jak i federalnym, przy czym nie wszystkie formy finansowania udziałowego z wykorzystaniem platform internetowych według prawa można nazwać crowdfundingiem.

Podstawowym aktem prawnym regulującym pozyskiwanie kapitału udziałowego na platformach internetowych jest pakiet ustaw mający wspierać mikroprzedsiębiorczość, zwany The Jumpstart Our Business Startups Act (JOBS), zatwierdzony przez prezydenta Stanów Zjednoczonych Baracka Obamę w kwietniu 2012 r. [www.sec.gov]. JOBS zobowiązał amerykańską instytucję nadzoru nad rynkiem kapitałowym Securities and Exchange Commission (SEC) do określenia zasad i rozporządzeń niezbędnych do wdrożenia założeń aktu. Regulacje istotne dla rozwoju crowdfundingu zostały zawarte w części drugiej (Title II *Access to the Capital for Jobs Creation*) i trzeciej (Title III *Crowdfunding*) – te części JOBS są uważane za najistotniejsze dla pozyskiwania finansowania przez start-upy oraz dla rozwoju crowdfundingu<sup>1</sup>.

Przed wejściem w życie JOBS, przeprowadzanie publicznej oferty sprzedaży akcji było możliwe tylko po spełnieniu bardzo restrykcyjnych warunków. Nowe przepisy przewidują zestaw środków z jednej strony ułatwiających pozyskanie kapitału własnego, z drugiej natomiast chroniących inwestorów [Sixt, 2014, s. 229–230]. Do najważniejszych zmian prawnych związanych z uchwaleniem i wdrożeniem JOBS zalicza się regulacje prawne dla crowdfundingu oraz ułatwienie procesu przeprowadzania oferty publicznej przedsiębiorstwom rozwijającym się. Niewątpliwie JOBS przyspieszył na gruncie prawnym rozwój i wzrost crowdfundingu udziałowego w Stanach Zjednoczonych. Przed opracowaniem pakietu JOBS finansowanie udziałowe za pośrednictwem internetu było możliwe m.in. na podstawie Regulacji D oraz prawa stanowego. Na platformach działających zgodnie z regulacją D oferty mogą jednak być kierowane tylko do inwestorów akredytowanych<sup>2</sup>, tj. do około 7–10% społeczeństwa, czyli nie są otwarte na całą internetową społeczność, tzw. tłum (*crowd*), co jest istotą crowdfundingu [Freedman, Nutting, 2015, s. 1]. JOBS zmienił nie tylko zapisy regulacji D, ale również regulacji A. Ponadto stworzył on podstawy prawne do funkcjonowania platform crowdfundingu udziałowego, poświęcając temu instrumentowi całą część III. Po wdrożeniu założeń JOBS finansowanie udziałowe za pośrednictwem wyspecjalizowanych platform internetowych możliwe jest na podstawie kilku regulacji prawnych (tab. 1).

<sup>1</sup> Prace nad wdrożeniem części drugiej (Title II) zostały zakończone 23 września 2013 r. [Barnett, 2013], natomiast zasady wdrożenia części trzeciej (Title III) SEC zatwierdziła 30 października 2015 r. [*SEC Adopts Rules...*].

<sup>2</sup> Nieakredytowany inwestor (*Non-Accredited Investor*) to – według Regulacji D amerykańskiego nadzorca SEC – inwestor indywidualny posiadający majątek netto warty mniej niż 1 mln USD i zarobki poniżej 200 tys. USD rocznie (300 tys. rocznie dla małżeństwa) w ostatnich dwóch latach.

Tab. 1. Możliwości pozyskiwania finansowania zewnętrznego udziałowego za pośrednictwem portali internetowych w Stanach Zjednoczonych

Podstawa prawna	Roczny limit pozyskiwanego kapitału (w USD)	Typ inwestora	Limit inwestycji	Wymóg pośrednictwa
Regulacja A – Tier 1	20 mln	Dla wszystkich inwestorów	Nie ma	Nie
Regulacja A – Tier 2	50 mln	Dla wszystkich inwestorów	Zależy od majątku i dochodów	Nie
Regulacja D	Nie ma limitu	Tylko dla akredytowanych	Nie ma	Nie
Interstate Equity Crowdfunding	od 1 do 2 mln	Dla wszystkich inwestorów	Zależy od majątku i dochodów	Uregulowania zależne od stanu
Title III Equity Crowdfunding	1 mln	Dla wszystkich inwestorów	Zależy od majątku i dochodów	Platformy nienależące do brokerów muszą być zarejestrowane przez SEC

Źródło: [Freedman, Nutting, 2015, s. 4].

*Regulation A* – zawiera zasady określające warunki zwolnienia od obowiązku rejestracji oferty przez SEC przy pozyskiwaniu kapitału udziałowego za pośrednictwem platform internetowych. Stworzona została, by umożliwić – po pierwsze – małym i średnim przedsiębiorstwom, dla których standardowy proces emisyjny z rejestracją w SEC związany jest z wysokimi kosztami, dostęp do finansowania udziałowego oraz – po drugie – inwestorom nieakredytowanym możliwość zakupu oferowanych papierów wartościowych.

*Regulation D* – pierwsze platformy internetowe pośredniczące w finansowaniu udziałowym powstały na mocy tej regulacji już w 2011 r. Sama regulacja została jednak ogłoszona w 1982 r. jako jedna z form zwolnienia od obowiązku rejestracji papierów wartościowych w SEC. Celem jej wprowadzenia do porządku prawnego była chęć ułatwienia zasad pozyskiwania kapitału zwłaszcza dla małych przedsiębiorstw. Termin „crowdfunding” nie jest powszechnie używany przez platformy internetowe pośredniczące w finansowaniu zewnętrznym na podstawie regulacji D, ponieważ udział w ofercie nie jest dostępny dla nieakredytowanych inwestorów. SEC, w myśl JOBS, używa określenia *equity crowdfunding* w odniesieniu do portali, które umożliwiają również inwestorom nieakredytowanym zakup oferowanych akcji. Dostęp do inwestycji na platformach działających na podstawie regulacji D mają natomiast głównie inwestorzy akredytowani.

*Intrastate Securities Exemption* (regulacje stanowe crowdfundingu udziałowego) – na podstawie tego prawa emitent mający siedzibę w określonym stanie może przeprowadzić ofertę sprzedaży swoich papierów wartościowych skierowaną zarówno do akredytowanych, jak i nieakredytowanych zamieszkujących dany stan.

*Equity crowdfunding* (crowdfunding udziałowy na podstawie JOBS część III) – to najistotniejsza regulacja nie tylko dla rozwoju rynku crowdfundingu udziałowego, ale i przedsiębiorczości w Stanach Zjednoczonych. Skierowana jest głównie do start-upów i małych przedsiębiorstw, na co wskazuje m.in. ograniczenie wartości

pozyskanego kapitału do 1 mln USD. Oferty mogą być przeprowadzane na portalach brokerów zarejestrowanych w SEC lub (tzw. *Funding Portal*) zatwierdzonych przez SEC. Inwestować mogą zarówno inwestorzy akredytowani, jak i nieakredytowani, określono jednak limit inwestycyjny do 2000 USD lub do wartości 10% rocznych dochodów netto, maksymalnie 100 tys. USD [Sixt, 2014, s. 234–235].

W Stanach Zjednoczonych zauważalna jest specyfikacja portali w zakresie funkcjonowania w oparciu o określone uregulowania prawne – istnieją platformy działające w oparciu o regulacje D, jak również o regulacje A czy uregulowania wewnątrzstanowe [Freedman, Nutting, 2015, s. 3].

#### 4. Crowdfunding udziałowy – stan i rozwój rynku

Ze względu na fakt, że crowdfunding udziałowy (rozumiany *stricte* jako pozyskiwanie kapitału na podstawie części III JOBS) w Stanach Zjednoczonych jest nowym instrumentem finansowania, brak jest zbiorczych, porównywalnych danych opisujących wyczerpująco liczbę portali, poziom finansowania czy liczbę projektów. Kwerenda internetowa autorki pozwoliła na zidentyfikowanie kilkudziesięciu działających w Stanach Zjednoczonych platform oferujących pośrednictwo w finansowaniu udziałowym. Trudno jest natomiast określić poziom kapitału pozyskanego w ramach *equity crowdfunding*, ponieważ większość z tych platform działała przed wdrożeniem części III JOBS, korzystając z prawnych zwolnień (*Regulation A* lub *Regulation D*) od konieczności regulacji oferty emisji akcji w SEC.

Szacowana wartość rynku crowdfundingu na świecie w 2015 r. wynosiła 34 mld USD, z czego wartość kapitału pozyskanego przez crowdfunding udziałowy to 2,5 mld USD [www.crowdexpert.com/crowdfunding-industry-statistics]. Biorąc pod uwagę fakt, że przez giełdy papierów wartościowych na świecie w 2015 r. pozyskano ponad 214 mld USD w ofertach pierwotnych (IPO) [www.world-exchanges.org], to wartość crowdfundingu udziałowego stanowi zaledwie nieco ponad 1% ofert pierwotnych na światowych rynkach giełdowych. Uwzględniając krótki czas funkcjonowania tych wyspecjalizowanych platform, brak – w większości krajów – wystarczających uregulowań prawnych oraz specyfikę crowdfundingu udziałowego (inwestowanie małych kwot pieniędzy), wartość ta nabiera znaczenia.

Dane portalu specjalizującego się w zbieraniu i przetwarzaniu danych dotyczących rynku crowdfundingu wskazują na dynamiczny rozwój crowdfundingu udziałowego w Stanach Zjednoczonych po wdrożeniu założeń części II JOBS. W ciągu 2 lat – od września 2013 r. (kiedy skończono prace nad wdrożeniem Title II) do września 2015 r. – odnotowano 6063 oferty prywatne na łączną kwotę około 870 mln USD [www.crowdnetic.com].

Warto przytoczyć dla porównania dane dotyczące emisji na podstawie regulacji D. Raport SEC wskazuje, że w 2014 r. przedsiębiorstwa z sektorów niefinansowych pozyskały przez emisję papierów udziałowych 133 mld USD. Największy

udział w pozyskiwaniu kapitału na podstawie Regulacji D ma sektor finansowy, tj. fundusze hedgingowe, fundusze *private equity* oraz inni emitenci z sektora finansowego (odpowiednio 388 mld USD, 316 mld USD, 375 mld USD pozyskanego kapitału) [Bauguess, Gullapalli, Ivanov, 2015, s. 2]. Wysoka wartość kapitału pozyskana na „platformach Regulacji D” wynika z faktu, że inwestują tam głównie akredytowani inwestorzy (również instytucjonalni), dysponujący znacznymi środkami finansowymi. Emisje na podstawie Regulacji D (mimo że oferta przeprowadzana jest przez wyspecjalizowany portal) nie spełniają dwóch zasad crowdfundingu, tj. dostępu dla całej społeczności internetowej oraz inwestowania małych kwot pieniędzy.

### Podsumowanie

Rozwój nowych, alternatywnych instrumentów finansowania (w tym crowdfundingu udziałowego), oferowanych często poza nadzorowanym, tradycyjnym systemem finansowym, wymusza powstawanie nowych regulacji prawnych, stanowi wyzwanie dla tradycyjnych pośredników finansowych (jak banki, giełdy papierów wartościowych, fundusze pożyczkowe) oraz zmienia strukturę rynku finansowego, w którym pojawiają się globalne platformy dostępne w zasadzie dla wszystkich zainteresowanych inwestorów. Z rozwojem tych instrumentów są związane nowe możliwości, ale również nowe zagrożenia (choćby kwestie przejrzystości rynku, zapewnienia bezpieczeństwa inwestorom, kwestie nadzoru nad tym przecież globalnym rynkiem). Pakiet ustaw JOBS stworzył w Stanach Zjednoczonych podstawy dla regulacji crowdfundingu udziałowego, bezpieczeństwa obrotu, przejrzystości rynku i rozwoju przedsiębiorczości. Za kilka lat będzie można podjąć się kompleksowej oceny efektów tej inicjatywy.

### Bibliografia

- Ahlers G.K.C., Cumming D., Günther C., Schweizer D., *Signaling in Equity Crowdfunding*, “Entrepreneurship Theory and Practice” 2015, Vol. 39, DOI: <https://doi.org/10.1111/etap.12157>.
- Barnett C., *The Crowdfunder’s Guide To General Solicitation and Title II of the JOBS Act*, “Forbes”, 23.09.2013, [www.forbes.com/sites/chancebarnett/2013/09/23/the-crowdfunders-guide-to-general-solicitation-title-ii-of-the-jobs-act/#42a475fd3083](http://www.forbes.com/sites/chancebarnett/2013/09/23/the-crowdfunders-guide-to-general-solicitation-title-ii-of-the-jobs-act/#42a475fd3083) [data dostępu: 26.04.2016].
- Bauguess S., Gullapalli R., Ivanov V., *Capital Raising in the U.S.: An Analysis of the Market for Unregistered Securities Offerings, 2009–2014*, October 2015, [www.sec.gov/dera/staff-papers/whitepapers/30oct15\\_white\\_unregistered\\_offering.html](http://www.sec.gov/dera/staff-papers/whitepapers/30oct15_white_unregistered_offering.html) [data dostępu: 27.04.2016].
- Bradford S.C., *Crowdfunding and the Federal Securities Laws*, “Columbia Business Law Review” 2012, Vol. 2001 (1).
- Dziuba D.T., *Rozwój systemów crowdfundingu – modele, oczekiwania i uwarunkowania*, „Problemy Zarządzania” 2012, Vol. 10, nr 3 (38).
- Freedman D.M., Nutting M.R., *The Growth of Equity Crowdfunding. Crowdfinance Options for Private Companies, and Secondary Markets for Investors, Keep Expanding*, “Value Examiner Magazine (NACVA)” 2015, July/August, [www.freedman-chicago.com](http://www.freedman-chicago.com) [data dostępu: 14.04.2016].

- Kirby E., Worner S., *Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast*, Staff Working Paper of the IOSCO Research Department, DWP3, 2014.
- Klimontowicz M., Harasim J., *Tendencje rozwojowe na rynku alternatywnych instrumentów finansowych*, "Annales UMCS. Sectio H" 2015, Vol. XLIX, nr 4.
- SEC *Adopts Rules to Permit Crowdfunding*, [www.sec.gov/news/pressrelease/2015-249.html](http://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-249.html) [data dostępu: 26.04.2016].
- Sixt E., *Schärmökonomie und Crowdfunding. Webbasierte Finanzierungssysteme im Rahmen realwirtschaftlicher Bedingungen*, Springer Gabler, Wiesbaden 2014.
- UKIE, *UKIE Crowd Funding Report: A Proposal to Facilitate Crowd Funding in the UK*, 2012. [www.crowdexpert.com/crowdfunding-industry-statistics](http://www.crowdexpert.com/crowdfunding-industry-statistics) [data dostępu: 29.04.2016]. [www.crowdnetic.com](http://www.crowdnetic.com) [data dostępu: 26.04.2016]. [www.sec.gov](http://www.sec.gov) [data dostępu: 26.04.2016]. [www.world-exchanges.org](http://www.world-exchanges.org) [data dostępu: 29.04.2016].

### **Equity Crowdfunding in the United States of America**

The segment of alternative financial instruments has been growing rapidly. Crowdfunding is the form of alternative financing and alternative investment. Equity crowdfunding is defined as a form of financing in which entrepreneurs make an open call for funding on the Internet, hoping to attract a large group of investors. The aim of this paper is to present the core issues regarding equity crowdfunding as well as the analysis of the regulation and assessment of the development of this source of financing in the United States.

### **Crowdfunding udziałowy w Stanach Zjednoczonych**

Segment alternatywnych instrumentów finansowych rozwija się bardzo dynamicznie. Jedną z form alternatywnego finansowania i alternatywnego inwestowania jest crowdfunding, w ramach którego wyróżnia się crowdfunding udziałowy, polegający na pozyskiwaniu kapitału udziałowego w postaci małych sum pieniędzy przekazywanych przez inwestorów za pośrednictwem wyspecjalizowanych platform internetowych w zamian za obietnicę udziału w przedsiębiorstwie. Celem artykułu jest przedstawienie istoty crowdfundingu udziałowego jako alternatywnego instrumentu finansowania i inwestowania oraz analiza uregulowań prawnych i ocena stanu rozwoju tego źródła finansowania w Stanach Zjednoczonych.