

# Problemy i poglądy



DOI: 10.26354/bb.1.2.87.2022

Marcin Glicz\*  
ORCID: 0000-0003-4128-0267  
marcin.glicz@apsl.edu.pl

## Nowe regulacje w obszarze usług finansowych – uwagi na tle rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/1503 z dnia 7 października 2020 r. w sprawie europejskich dostawców usług finansowania społecznościowego dla przedsiębiorstw gospodarczych

### Streszczenie

Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie zarysu zagadnień związanych z nowym zuniifikowanym reżimem prawnym usług finansowania społecznościowego. Prawodawca unijny przyjmuje koncepcję regulacji polegającej na jednolitym określeniu wymogów uzyskania zezwolenia na świadczenie usług w charakterze dostawcy usług finansowania społecznościowego. Regulacja ta ma służyć eliminacji barier w dostępie do rynku oraz zapewnić jednolitość kwalifikacji modeli biznesowych. Rozporządzenie ECSP stanowi istotny krok w zakresie ujednoczenia poszczególnych aspektów sprawowania nadzoru. Nowe jednolite regulacje

---

\* Dr hab. Marcin Glicz – profesor w Instytucie Prawa i Administracji, Akademia Pomorska w Słupsku.

prawne zwiększają dostępność zewnętrznych, alternatywnych wobec kredytów bankowych źródeł finansowania działalności małych i średnich przedsiębiorców.

**Słowa kluczowe:** finansowanie społecznościowe, rozporządzenie ECSP

**JEL:** K29, G23, G28

## **New Regulations in the area of Financial Services – remarks in the light of the Regulation (EU) 2020/1503 of the European Parliament and of the Council of 7 October 2020 on European crowdfunding service providers for business**

### **Abstract**

The aim of this paper is to present an outline of issues relating to the new unified legal regime of crowdfunding services. The EU legislator adopts the concept of the single set of authorisation requirements for crowdfunding services providers. The purpose of the new legal regime is to address the existing obstacles and to ensure the uniform qualification of business models. The ECSP Regulation constitutes an essential step towards the unification of supervision aspects. New uniform regulations increase the availability external sources of finance for small and medium-sized enterprises, alternative to bank credits.

**Key words:** Crowdfunding, Crowdlending, ECSP Regulation

### **Wstęp**

Tematem niniejszego opracowania jest problematyka prawna usług finansowania społecznościowego w kontekście nowych unijnych regulacji prawnych wprowadzonych rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/1503 z dnia 7 października 2020 r. w sprawie europejskich dostawców usług finansowania społecznościowego dla przedsięwzięć gospodarczych (dalej: „rozporządzenie ECSP”). Struktura rozważań została podzielona tematycznie na zagadnienia obejmujące charakterystykę regulacji na tle procesów unifikacyjnych, opis podstawowych modeli finansowania społecznościowego oraz charakterystykę ich regulacji. Omówiono także zakres przedmiotowy reglamentacji działalności dotyczącej usług finansowania społecznościowego, status dostawcy usług finansowania społecznościowego oraz nadzór w tym zakresie. Analizę zamykają wnioski końcowe. Metodą badawczą wykorzystywaną w niniejszym artykule jest metoda dogmatycznoprawna. Główną tezą jest twierdzenie, że nowe zunifikowane regulacje prawne zwiększają dostępność zewnętrznych, alternatywnych wobec kredytów bankowych źródeł finansowania działalności małych i średnich przedsiębiorców.

## 1. Uwagi wprowadzające

Regulacje prawne dotyczące rynku finansowego Unii Europejskiej w ostatnim czasie podlegają intensywnym procesom harmonizacyjnym i unifikacyjnym. Jest to widoczne zwłaszcza w obszarach usług tzw. technologii finansowej (FinTech), czyli najogólniej rzecz ujmując powiązań usług finansowych z technologiami informatycznymi. Dynamika podejmowanych działań regulacyjnych oraz ich zakres mają zwiększyć innowacyjność i konkurencyjność rynku finansowego Unii Europejskiej. Zagadnienia regulacyjne FinTech charakteryzują się szczególną doniosłością dla procesów integracji unijnych rynków kapitałowych, na co przed kilku laty zwróciła uwagę Komisja Europejska w opublikowanym w dniu 8 marca 2018 r. *Planie działania w zakresie technologii finansowej: w kierunku bardziej konkurencyjnego i innowacyjnego europejskiego sektora finansowego*<sup>1</sup> (dalej: *Plan działania w zakresie FinTech*). Szerokie zastosowanie technologii informatycznych w stosunkach obrotu na rynku finansowym sprzyja kreacji nowych modeli biznesowych działalności w zakresie usług finansowych, a także pozwala na tworzenie nowych kategorii aktywów finansowych. Rozwój usług finansowych nie byłby jednak możliwy bez odpowiedniego otoczenia prawnego, zapewniającego nie tylko stosowne ramy dla prowadzenia działalności, ale również odpowiednie gwarancje dla ich użytkowników.

Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie nowych rozwiązań regulacyjnych z zakresu usług finansowania społecznościowego. Nowe regulacje prawne, które rozszerzają strukturę rynku o niebankowych dostawców usług finansowych, zwiększają dostępność zewnętrznych form finansowania działalności gospodarczej. Pojawienie się nowych kategorii dostawców usług finansowych oraz nowych sposobów zaspokajania potrzeb przedsiębiorców w zakresie finansowania działalności gospodarczej nie pozostaje bez wpływu na transformacyjną funkcję banków. Omawiane zjawisko zostało swojego czasu określone w doktrynie (Renner 2014, s. 261) jako tzw. bankowość bez banków (*banking without banks*)<sup>2</sup>.

Finansowanie społecznościowe zaliczane jest tradycyjnie obok działalności bankowej, inwestycyjnej, płatniczej i ubezpieczeniowej do tej sfery aktywności gospodarczej, w której technologie cyfrowe znajdują szerokie zastosowanie. Technologie cyfrowe mogą również stanowić dla przedsiębiorcy przydatne narzędzie w zakresie organizacji prowadzenia działalności gospodarczej na rynku finansowym. Dotyczy to zwłaszcza sfery regulacyjnej działalności. Rozwiązania w tym zakresie określa się jako technologie regulacyjne (*RegTech* lub *digital regulation*). Pozwalają one przedsiębiorcom działającym na rynku finansowym wypełniać wymogi regulacyjne (Dybiński 2020, s. 794), w szczególności wymogi sprawozdawcze, kontrolne, nadzorcze, a także wymogi obejmujące identyfikacją ryzyka lub inne wymogi w zakresie procesów *compliance*. Pokreślenia wymaga również fakt, że technologie cyfrowe nie ograniczają się wyłącznie do zagadnień świadczenia usług finansowych

<sup>1</sup> COM 2018, 109, ost.

<sup>2</sup> <https://www.economist.com/finance-and-economics/2014/02/28/banking-without-banks> (dostęp: 30.04.2022).

lub wypełniania wymogów regulacyjnych, ale wkraczają także w sferę problematyki sprawowania nadzoru nad dostawcami usług finansowych (*SupTech*). W tym znaczeniu mogą one być użytecznym instrumentem zarządzania zasobami danych pozyskiwanych od podmiotów nadzorowanych, a także analizy tych danych w związku z wykonywaniem funkcji nadzorczych<sup>3</sup>.

## 2. Unifikacja prawa w zakresie usług finansowych

Ewolucja regulacyjna w obszarze rynku finansowego jest wyrazem dążeń prawodawcy unijnego do urzeczywistnienia idei rynku wewnętrznego, na którym gwarantowany jest swobodny przepływ kapitałów i płatności (art. 63 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej). Swobodny przepływ kapitałów i płatności wymaga znoszenia barier i przeszkód pośrednich, które biorą się ze zróżnicowanych reżimów prawnych obowiązujących w poszczególnych państwach członkowskich. Usuwanie różnic wynikających z obowiązywania odmiennych regulacji prawnych następuje przez mechanizm zbliżania przepisów prawa za pomocą dyrektyw wyznaczających państwu członkowski określony stan prawny, jaki mają osiągnąć na płaszczyźnie krajowej, pozostawiając im swobodę w zakresie doboru środków. W obszarze rynku usług finansowych swoboda państw członkowskich w implementacji dyrektywy może być jednak ograniczona w ten sposób, że prawodawca krajowy nie może przyjąć rozwiązań innych niż przewidziany przez dyrektywę całościowy standard regulacji określonych stosunków prawnych. Państwa członkowskie, dokonując transpozycji dyrektywy, zobowiązane są osiągnąć taki sposób regulacji stosunków prawnych, jakie przewiduje prawodawca unijny, bez możliwości regulacji tych stosunków w sposób korzystniejszy dla ich podmiotów. Ten rodzaj harmonizacji, określanej jako harmonizacja maksymalna lub harmonizacja pełna, prowadzi do ujednoczenia prawa krajowego, co, w zakresie skutków, upodabnia dyrektywę do rozporządzenia, które jest aktem unifikacji prawa (Machnikowski 2017, s. 6). Tytułem przykładu wypada powołać zharmonizowane regulacje w zakresie świadczenia usług płatniczych zawarte w Dyrektywie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2015/2366 z dnia 25 listopada 2015 r. w sprawie usług płatniczych w ramach rynku wewnętrznego (PSD2). Zaletą takich form integracji jest eliminacja luk regulacyjnych oraz spójność ram prawnych w wymiarze unijnym.

Prawodawca unijny, poza ingerencją w prawo krajowe za pomocą środków harmonizacji maksymalnej, stosuje na rynku usług finansowych rozwiązania o charakterze zunifikowanym w postaci rozporządzeń. Oba instrumenty prawne, dyrektywa i rozporządzenie, tworzą zintegrowane ramy prawne dla świadczenia usług finansowych zarówno od strony funkcjonalnej, określając poszczególne kategorie usług, jak i od strony podmiotowej, regulując sytuację prawną ich użytkowników i dostawców usług finansowych. Zaletą takiej formy integracji jest niewątpliwie kompleksowość oraz znacznie wyższa efektywność w eliminacji barier, osiągnięcie stanu pewności

<sup>3</sup> EBA analysis of RegTech in the EU financial sector, June 2021 EBA/Rep/2021/17, s. 9.

prawnej, a także uniknięcie arbitrażu regulacyjnego, który negatywnie wpływa na swobodę świadczenia usług na unijnym rynku finansowym. Spójne i skuteczne ramy prawne stanowią również niezbędny warunek przejrzystości, uczciwości i bezpieczeństwa obrotu. Jest to szczególnie widoczne w regulacjach ustanawiających obowiązki uczestników rynku finansowego, które mają zagwarantować prawidłowość funkcjonowania mechanizmów rynkowych oraz przeciwdziałać wykorzystywaniu asymetrii informacyjnych lub innego rodzaju uprzywilejowania pozycji podmiotów w obrocie, np. w zakresie możliwości stosowania opłat za świadczone usługi.

Proces integracji rynku usług finansowych obejmuje także płaszczyznę ustrojową, czego wyrazem jest istnienie Europejskiego Systemu Nadzoru Finansowego (dalej: ESNF), będącego siecią krajowych i unijnych organów nadzoru, w ramach której bieżący nadzór jest sprawowany na poziomie krajowym. Celem funkcjonowania ESNF jest zapewnienie prawidłowego wdrażania regulacji z zakresu sektora finansowego, w sposób gwarantujący odpowiednią ochronę uczestników rynku (Blicharz 2019, s. 1281). Zadania te są realizowane m.in. przez opracowywanie standardów technicznych, wskazówek interpretacyjnych oraz wymianę informacji (Skrzypek 2010, s. 105).

Kluczowe znaczenie w obszarze usług związanych z technologią finansową mają dwa akty prawne, z których jeden w dalszym ciągu znajduje się na zaawansowanej ścieżce legislacyjnej, drugi zaś jest już aktem obowiązującym. Pierwszy akt to projektowane rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady UE w sprawie rynków kryptoaktywów i zmieniające dyrektywę UE 2019/1937<sup>4</sup>. Akt ten jest niewątpliwie ważnym krokiem na drodze do ustanowienia ram prawnych dla kryptoaktywów i powiązanych z nimi usług finansowych, albowiem z założenia ma służyć wspieraniu innowacji i uczciwej konkurencji, przy jednoczesnym zapewnieniu wysokiego poziomu ochrony użytkowników i uczciwości na tym intensywnie rozwijającym się rynku. Doniosłość tego aktu ma również ważny wymiar teoretyczny, porządkuje on bowiem kwestie systemowe i pojęciowe, zwłaszcza z punktu widzenia zagadnień klasyfikacyjnych nowych aktywów finansowych (Zacharzewski 2021, s. 195).

Drugi akt prawny ma na celu ustanowienie jednolitych ram finansowania społecznościowego, które w założeniu mają przyczynić się do zapewnienia małym i średnim przedsiębiorcom dostępu do kapitału oraz ułatwić świadczenie usług w wymiarze transgranicznym – mowa tu o rozporządzeniu Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/1503 z dnia 7 października 2020 r. w sprawie europejskich dostawców usług finansowania społecznościowego dla przedsięwzięć gospodarczych oraz zmieniającym rozporządzenie (UE) 2017/1129 i dyrektywę (UE) 2019/1937<sup>5</sup>. Akt ten stosowany jest od 10 listopada 2021 r., ale do 10 listopada 2022 r. obowiązuje w okresie przejściowym równoległe z reżimem krajowym. Okres przejściowy może zostać jednokrotnie przedłużony o kolejne 12 miesięcy.

<sup>4</sup> Projekt Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie rynku kryptoaktywów i zmieniającego dyrektywę (UE) 2019/1937, COM/2020/593 fin.

<sup>5</sup> Dz. Urz. UE L 347 z 20.10.2020 r., s. 1 (dalej: rozporządzenie ECSP).

W obu przypadkach zakresem unifikacji zostały objęte kwestie reglamentacji podejmowania i wykonywania działalności w danym sektorze oraz kwestie sprawowania nadzoru na działalnością gospodarczą. Prawodawca unijny nie tylko zatem wyznacza określony standard regulacji czy ustanawia jednolite ramy prawne dotyczące świadczenia usług finansowych, ale unifikuje także sferę norm pośrednio określających sytuację adresatów, które przewidują obowiązek uzyskania zezwolenia na podjęcie i wykonywanie określonej działalności. Unifikacja ta polega na stworzeniu jednolitych, a zatem nie wymagających transpozycji, norm kompetencyjnych do wydania zezwolenia przez organ nadzoru państwa członkowskiego oraz na określeniu wymogów formalnych wniosku o wydanie takiego zezwolenia, a także na określeniu podstaw stosowania środków nadzorczych.

Wybór przez prawodawcę unijnego formy regulacji, jaką jest rozporządzenie, wynika także z dążenia prawodawcy unijnego do wyłączenia wymogów uzyskania zezwolenia na działalność platform finansowania społecznościowego spod przepisów krajowych i zagwarantowania pełnej jednolitości regulacji prawnych. Usługi finansowe związane z technologiami cyfrowymi mogą być świadczone transgranicznie, co oznacza, że nie są związane z terytorium tylko jednego państwa członkowskiego. W sferze normatywnej stosunków obrotu związanych z usługami finansowania społecznościowego może dochodzić do kolizji porządków prawnych wynikających z umiejscowienia podmiotów stosunków prawnych w różnych państwach członkowskich. Co więcej, wykorzystywanie rozwiązań technologicznych powoduje niejednokrotnie powstawanie problemów w zakresie powiązania usług z konkretnym porządkiem prawnym. Dotyczy to w szczególności siedziby dostawcy usług finansowania społecznościowego, umiejscowienia platformy oraz miejsca zamieszkania lub pobytu inwestora, zróżnicowanych kwalifikacji modeli działalności oraz reguł jej wykonywania. Właśnie to zróżnicowanie porządków prawnych w zakresie usług finansowania społecznościowego było przyczyną podjęcia przez prawodawcę unijnego działań zmierzających do unifikacji tej problematyki. Obowiązywanie zróżnicowanych reżimów reglamentacyjnych stanowiłoby barierę w dostępie do usług finansowania społecznościowego w wymiarze transgranicznym, negatywnie oddziałując na funkcjonowanie wewnętrznego rynku takich usług, na co zwraca uwagę prawodawca unijny w motywie 6 rozporządzenia ECSP. Dotyczy to także braku jednolitości kwalifikacji prawnej niektórych postaci finansowania społecznościowego w poszczególnych państwach, braku objęcia regulacją prawną, całkowitego wykluczenia niektórych form działalności (Kleiner 2021, s. 53) lub braku jednolitego podejścia nadzorczego (Renner 2014, s. 272).

### 3. Podstawowe modele usług finansowania społecznościowego

Finansowanie społecznościowe obejmuje grupę zagadnień o dużej złożoności zarówno pod względem faktycznym, jak i prawnym. Złożoność ta wynika z daleko idącego zróżnicowania modeli finansowania społecznościowego, jakie występują w obrocie, oraz odmiennej ich kwalifikacji w systemach prawnych poszczególnych państw.

Finansowanie społecznościowe nie stanowi jednolitej kategorii terminologicznej. Wielości występujących w praktyce obrotu modeli finansowania społecznościowego towarzyszy rozbudowana siatka pojęciowa oraz licznie podejmowane próby definiowania zjawiska głównie w naukach ekonomicznych (Hossain i Oparaocha 2017, s. 20150045; Kleiner 2021, s. 52). W doktrynie prawa dominują poglądy co do przynależności terminologicznej finansowania społecznościowego do ogólnej kategorii pojęcia *crowdsourcingu*, zakładającego istnienie zbiorowości przekazującej środki na realizację określonego celu (Bagińska 2018, s. 110; Klöhn i Hornuff 2012, s. 239; Kleiner 2021, s. 52). Cechą finansowania opartego na zbiorowości jest zatem istnienie dużej liczby podmiotów (*crowd*), które przez niewielki udział majątkowy finansują bezpośrednio realizację przez inny podmiot określonego celu gospodarczego lub niegospodarczego (społecznego, kulturalnego, charytatywnego). Zasada finansowania przez zbiorowość jest wspólna dla wszystkich rodzajów finansowania społecznościowego. Różnice zaznaczają się natomiast na płaszczyźnie korzyści, jakie uzyskuje inwestor w zamian za przekazanie środków właścicielowi projektu.

Jako jedną z głównych postaci *crowdsourcingu* wskazuje się *crowdfunding*, w ramach którego wyróżnia się dwa modele: model donacyjny (*donation model*) oraz model opierający się na nagrodzie (*reward model*) (Klöhn i Hornuff 2012, s. 239; Kędzierska-Szczepaniak 2020, s. 90; Kleiner 2021, s. 59). Za kryterium dyferencjacji tych modeli przyjmuje się cel przysporzenia oraz uprawnienia uczestnika takiego finansowania. W przypadku modelu donacyjnego dochodzi do nieodpłatnego przysporzenia na z góry określony cel pożytku publicznego lub cel dobroczynny (Schäfer i Eckhold 2020, nb. 1). Ta kategoria finansowania społecznościowego najczęściej kwalifikowana jest jako umowa darowizny (Bagińska 2018, s. 115). Model finansowania społecznościowego oparty na korzyściach może występować w postaci tzw. *pre-purchase crowdfunding* albo *reward-based crowdfunding*. W pierwszym przypadku finansowanie społecznościowe wykorzystywane jest do pozyskania środków od dużej liczby uczestników w celu wytworzenia i nabycia oznaczonej rzeczy, a zatem z punktu widzenia kwalifikacji cywilnoprawnej w rachubę wchodzi umowa sprzedaży rzeczy przyszłej lub umowy przedwstępnej (Bagińska 2018, s. 116; Schäfer i Eckhold 2020, nb. 1), natomiast w drugim przypadku uczestnik takiego finansowania otrzymuje nieekwiwalentne świadczenie wzajemne w postaci rzeczy lub innych korzyści majątkowych lub osobistych związanych z podaniem do wiadomości faktu jego udziału w przedsięwzięciu (Schäfer i Eckhold 2020, nb. 1). Wspólnym elementem tych postaci *crowdfundingu* jest cel gospodarczy inwestora, który przekazuje środki z zamiarem osiągnięcia w przyszłości określonych korzyści. Finansowanie społecznościowe służy zatem nie tylko wspieraniu przedsięwzięć gospodarczych, ale może pełnić również funkcję lokacyjną. W doktrynie ten rodzaj finansowania określa się jako *financial-return crowdfunding* (Schäfer i Eckhold 2020, nb. 2; Macchiavello 2017, s. 665), przy czym wyróżnia się jego dwie podkategorie obejmujące finansowanie społecznościowe pożyczkowe (*crowdlending*) oraz finansowanie społecznościowe inwestycyjne (*crowdinvesting*). W przypadku finansowania pożyczkowego, w porządkach prawnych państw ustanawiających restryktywne reżimy udzielania pożyczek tylko przez podmioty kwalifikowane

w postaci instytucji kredytowych, spotyka się również model finansowania społecznościowego pośredniego (Kleiner 2021, s. 63). Podstawą konstrukcyjną tego modelu jest przelew wierzytelności z kredytu lub pożyczki udzielonej przez bank, instytucję kredytową (tzw. *fronting bank*) mające stosowne zezwolenie właściwego organu nadzoru. Wierzytelności z tytułu udzielonej przez bank pożyczki lub kredytu są przenoszone na podmiot pośredniczący, który na dalszym etapie dokonuje ich przeniesienia na inwestorów najczęściej w określonych częściach (Woesch 2022, s. 201). W finansowaniu opartym na zbiorowości zastosowanie znajdować mogą również rozwiązania oparte na technologiach rozproszonego rejestru. Metoda ta zakłada emisję tokenów w zamian za przekazanie środków.

W aktualnym stanie prawnym zostały jednolicie uregulowane dwa modele finansowania społecznego. *Crowdfunding* pożyczkowy oraz *crowdfunding* inwestycyjny, który stanowi z kolei sposób uczestnictwa w zyskach przedsiębiorcy z tytułu przedsięwzięcia sfinansowanego za pomocą środków pozyskanych przez finansowanie społecznościowe.

#### 4. Charakter regulacji usług finansowania społecznościowego

Z perspektywy opisanych powyżej modeli finansowania społecznościowego nie trudno zauważyć, że istota tej formy finansowania polega na umożliwieniu przekazania środków na realizację cudzego przedsięwzięcia (Bagińska 2018, s. 111). Finansowanie społecznościowe jest zatem pewną kategorią funkcjonalną pozwalającą na alokację środków inwestycyjnych od znacznej liczby podmiotów dysponujących takimi środkami do podmiotów, które zgłaszają na nie zapotrzebowanie. Warunkiem efektywnej alokacji i szybkiej zamiany jest istnienie infrastruktury technicznej wymiany, zapewniającej dodatkowo bezpieczeństwo cyfrowe i prawidłowość przebiegu transakcji. Złożoność celów regulacji wymaga posłużenia się przez prawodawcę zróżnicowanymi metodami regulacji. Dominującą metodą jest metoda administracyjnoprawna, która opiera się na zastosowaniu rozwiązań ograniczających wolność gospodarczą w postaci konieczności uzyskania zezwolenia na podjęcie i prowadzenie działalności w tym zakresie. Dla uzyskania stanu zupełności regulacji zagadnień związanych z usługami finansowania społecznościowego niezbędne jest również wprowadzenie regulacji cywilnoprawnych i karnoprawnych.

Przekazanie środków na realizację cudzego przedsięwzięcia jest możliwe przy założeniu uczciwości właściciela projektu oraz zaufaniu do podmiotu pośredniczącego, jakim jest dostawca usługi finansowania społecznościowego. W tradycyjnym modelu funkcja ta była realizowana przez banki jako podmioty kwalifikowane w ramach ich funkcji depozytowej. Bank przyjmował wolne środki pieniężne i przechowywał je przez czas określony w umowie. Z perspektywy właściciela projektu bank udostępniał środki w ramach funkcji kredytowej. Bank, przyjmując depozyty i udzielając kredytów, pełnił funkcję transformacyjną doprowadzając do zrównoważenia różniących się struktur podaży i popytu na kapitał. W przypadku usług finansowa-



nia społecznościowego funkcja transformacyjna banku zostaje zastąpiona funkcją bezpośredniego kojarzenia strony popytowej i podaźowej przez wyspecjalizowany podmiot.

Podstawowym celem regulacji prawnych jest tu reglamentacja podejmowania i wykonywania działalności w zakresie świadczenia usług finansowania społecznościowego. Rozporządzenie ECSP tworzy w tym zakresie tzw. model dopuszczeniowy. Model ten charakteryzuje się tym, że tylko podmioty spełniające określone przez prawo wymogi organizacyjne, ostrożnościowe i operacyjne prowadzenia działalności, mogą zostać dopuszczone do aktywności w sektorze usług rynku finansowego. Dopuszczenie wymaga indywidualnego rozstrzygnięcia organu administracji, który uchylając – wobec konkretnie indywidualnego podmiotu – zakaz, przyznaje uprawnienie do prowadzenia działalności. Model dopuszczeniowy ma zatem charakter prewencyjny, ponieważ zamyka dostęp do rynku usług finansowania społecznościowego podmiotom nie spełniającym przewidzianych przez prawo wymogów, a przez to stwarzającym ryzyko dla inwestorów i bezpieczeństwa obrotu.

W dalszej kolejności regulacje prawne nakładają na dostawcę usług finansowania społecznościowego określone obowiązki informacyjne wobec użytkowników. W takim przypadku można mówić o modelu informacyjnym reglamentacji. Wspólną cechą przyjętych modeli regulacji w zakresie reglamentacji podejmowania i wykonywania działalności w charakterze dostawcy usług finansowania społecznościowego jest w warstwie aksjologicznej konieczność zapewnienia ochrony inwestorów przed skutkami ryzyka, jakie towarzyszy powierzeniu środków innym podmiotom (Bagińska 2018, s. 118).

Cele rozporządzenia realizowane są przede wszystkim za pomocą rozwiązań administracyjnoprawnych, jednak materia związana ze świadczeniem usług finansowania społecznościowego wymaga również zastosowania odpowiednich rozwiązań w zakresie odpowiedzialności cywilnej za szkodę spowodowaną naruszeniem obowiązków informacyjnych w arkuszu kluczowych informacji, o którym mowa w art. 23 rozporządzenia ECSP. Rozwiązania te mają na celu ochronę inwestora przed ryzykiem związanym z nieuzyskaniem informacji niezbędnych do podjęcia decyzji w zakresie udzielenia pożyczki lub nabycia zbywalnych papierów wartościowych lub innych instrumentów na potrzeby finansowania społecznościowego. Stosownie do art. 23 ust. 9 rozporządzenia ECSP państwa członkowskie zapewniają odpowiedzialność co najmniej właściciela projektu lub jego organów zarządzających lub nadzorczych za informacje podane w arkuszu kluczowych informacji inwestycyjnych. Właścicielem projektu jest każda osoba fizyczna lub prawna, która ubiega się o finansowanie za pośrednictwem platformy finansowania społecznościowego (art. 2 lit. h rozporządzenia ECSP). Analogiczny wymóg wprowadzenia regulacji ustanawiających odpowiedzialność dostawcy usług finansowania społecznościowego został przewidziany w art. 24 ust. 4 rozporządzenia ECSP. Uzpełnieniem rozwiązań w zakresie reguł odpowiedzialności cywilnej mają być sankcje karne i inne środki administracyjne za naruszenia przepisów, które państwa członkowskie wprowadzą na podstawie art. 39 rozporządzenia ECSP. Sankcje te mają być skuteczne, proporcjonalne i odstraszające.

## 5. Zakres reglamentacji usług finansowania społecznościowego

Rozporządzenie ECSP reguluje zarówno kwestie dotyczące *crowdfundingu* pożyczkowego, jak i *crowdfundingu* inwestycyjnego. Głównym kryterium wyznaczającym zakres zastosowania rozporządzenia ECSP jest pojęcie usługi finansowania społecznościowego, która zakłada kojarzenie inwestorów zainteresowanych finansowaniem przedsięwzięć gospodarczych z właścicielami projektów. Działanie to może polegać na ułatwianiu udzielania pożyczek (art. 2 ust. 1 lit. a ppkt i). Pożyczka w rozumieniu art. 2 ust. 1 lit. b rozporządzenia ECSP oznacza umowę, na podstawie której inwestor udostępnia właścicielowi projektu uzgodnioną kwotę pieniędzy na uzgodniony okres i, na podstawie której właściciel projektu przyjmuje bezwarunkowy obowiązek spłaty tej kwoty inwestorowi, wraz z naliczonymi odsetkami, zgodnie z harmonogramem płatności ratalnej. Kluczowe dla istoty finansowania społecznościowego jest zatem bezpośrednio udzielanie pożyczki przez inwestora właścicielowi projektu. Prawodawca unijny nie wyklucza istnienia na gruncie krajowym szczególnych modeli pośrednictwa w udzielaniu pożyczek również z udziałem instytucji kredytowej, ale wyłącza je spod zakresu finansowania społecznościowego w rozumieniu przepisów rozporządzenia ECSP. Zgodnie z motywem 11 rozporządzenia ECSP finansowanie społecznościowe pożyczkowe obejmuje różne modele biznesowe umożliwiające zawarcie umowy pożyczki między co najmniej jednym inwestorem a co najmniej jednym właścicielem projektu za pośrednictwem platformy finansowania społecznościowego.

W przypadku *crowdfundingu* inwestycyjnego kojarzenie inwestorów zainteresowanych finansowaniem z właścicielami projektów obejmuje, zgodnie z art. 2 ust. 1 lit. a ppkt ii rozporządzenia ECSP, subemisję bez gwarancji przyjęcia emisji oraz przyjmowanie i przekazywanie zleceń klientów. Czynności te dotyczą zbywalnych papierów wartościowych, o których mowa w art. 4 ust. 1 pkt 44 dyrektywy w sprawie rynków instrumentów finansowych (MIFiD II)<sup>6</sup> oraz instrumentów dopuszczonych na potrzeby finansowania społecznościowego. Nie obejmują natomiast innych czynności, np. związanych z zarządzaniem portfelem inwestycyjnym. Warto podkreślić, że pojęcie instrumentów dopuszczonych na potrzeby finansowania społecznościowego jest szerokie i może obejmować również udziały w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością, co może mieć istotne znaczenie dla atrakcyjności tej kategorii *crowdfundingu*. Decyzja o dopuszczeniu udziałów spółki z ograniczoną odpowiedzialnością jako instrumentów finansowania społecznościowego pozostawiona została uznaniu państw członkowskich, o czym stanowi art. 2 ust. 2 rozporządzenia ECSP. Kryterium dopuszczenia udziałów, które wskazuje rozporządzenie ECSP w art. 2 ust. 1 lit. n, jest wymóg, aby udziały nie były ograniczone w zbywalności. Celem rozporządzenia ECSP jest bowiem ułatwienie inwestycji bezpośrednich i uniknięcie arbitrażu regulacyjnego dla instytucji pośrednictwa finansowego regulowa-

<sup>6</sup> Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady UE 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (Dz. Urz. UE L 173 z 12.6.2014, p. 349).

nych na podstawie innych aktów prawnych, w szczególności regulujących podmioty zarządzające aktywami (motyw 22 rozporządzenia ECSP).

Przepisy rozporządzenia ECSP przewidują natomiast wyraźne wyłączenia w stosunku do niektórych postaci finansowania społecznościowego. W pierwszej kolejności wyłączenie ma charakter podmiotowy, albowiem nie stosuje się go do finansowania społecznościowego, w którym właścicielami projektów są konsumenci. Przepis art. 1 ust. 2 lit. a rozporządzenia ECSP odsyła w tym zakresie do definicji zawartej w art. 3 lit. a dyrektywy 2008/48/WE z dnia 23 kwietnia 2008 r. w sprawie umów o kredyt konsumencki<sup>7</sup>, zgodnie z którym konsumentem jest osoba fizyczna, która w transakcjach działa w celach niezwiązanych ze swoją działalnością handlową, gospodarczą lub zawodową. Oznacza to, że przypadki takiego finansowania będą podlegać przepisom prawa krajowego. Należy jednak odnotować, że aktualnie trwające prace harmonizacyjne na płaszczyźnie regulacji kredytu konsumenckiego zmieniają podejście regulacyjne do finansowania społecznościowego dla konsumentów. Projektowana dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady UE w sprawie kredytów konsumenckich<sup>8</sup> dopuszcza możliwość świadczenia przez platformy finansowania społecznościowego usług w celu ułatwienia udzielenia pożyczki konsumentowi. Ponadto o wyłączeniu stosowania przepisów rozporządzenia decydują również kryteria ilościowe. Stosownie do art. 1 ust. 2 lit. c rozporządzenia ECSP, nie znajdzie ono zastosowania do ofert finansowania społecznościowego o wartości przekraczającej 5 mln EUR, obliczanej w ciągu dwunastu miesięcy na podstawie szczegółowych wartości ofert wskazanych w tym przepisie.

## 6. Dostawca usług finansowania społecznościowego

Charakterystyczną cechą modeli finansowania społecznościowego jest wykorzystywanie technologii informatycznych. W doktrynie wyodrębnia się nawet kategorię pojęciową *online crowdfunding* (Bagińska 2018, s. 110). Funkcjonalność technologii informatycznych pozwala na skojarzenie inwestora z właścicielem projektu za pomocą dwustronnych platform internetowych, czyli połączenia strony zgłaszającej popyt na kapitał ze stroną podażową (Lissowska 2021, s. 3; Kleiner 2021, s. 52). W istocie metoda pozyskiwania funduszy w tym trybie opiera się na istnieniu trzech podmiotów: organizatora kampanii, platformy i inwestorów (Mäntysaari 2022, s. 737). Inicjatorem usługi finansowania społecznościowego jest podmiot poszukujący finansowania, znajdujący się najczęściej we wczesnej fazie prowadzenia działalności (*start-up*) lub przedsiębiorca z grupy małych i średnich przedsiębiorców. Inwestorem może być w zasadzie każdy pomiot. Niezbędnym elementem finansowania jest istnienie podmiotu pośredniczącego, który wykorzystując rozwiązania technologii cyfrowych publikuje odpowiednio opisaną ofertę na swojej platformie

<sup>7</sup> Dz. Urz. UE L 133 z 22.5.2008 r., s. 66.

<sup>8</sup> Wniosek Komisji Europejskiej z dnia 30.06.2021 Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie kredytów konsumenckich COM(2021) 347, ost.

internetowej w sposób umożliwiający zapoznanie się z nią wielu potencjalnych inwestorów (*crowd*), a nawet doprowadza do zawarcia umowy. Prawodawca unijny przyjmuje zasadę, że usługi finansowania społecznościowego mogą być świadczone wyłącznie przez osoby prawne, które mają siedzibę w UE i które uzyskały stosowne zezwolenie na prowadzenie działalności w tym charakterze. Właściwym miejscowo organem do wydania zezwolenia jest organ państwa siedziby wnioskodawcy.

Usługi finansowania społecznościowego są świadczone przez ich dostawcę za pomocą platformy finansowania społecznego. Zgodnie z art. 2 ust. 1 lit. d rozporządzenia ECSP platforma finansowania społecznościowego oznacza publicznie dostępny internetowy system informacyjny obsługiwany lub zarządzany przez dostawcę usług finansowania społecznościowego. Wymóg internetowego systemu o cechach publicznej dostępności jest uzasadniony istotą finansowania, które polega na oferowaniu szerokiej grupie osób możliwości udzielenia wsparcia finansowego dla przedsięwzięć gospodarczych. Kwalifikacji dostępności platformy nie zmienia np. wymóg dokonania wcześniejszej rejestracji na stronie internetowej. Prywatne oferty finansowania (*private placement*) nie są objęte zakresem normowania.

Rozporządzenie ECSP zawiera wiele przepisów nakładających na dostawcę usług finansowania społecznościowego bezpośrednie obowiązki, w szczególności obowiązki o charakterze organizacyjnym i operacyjnym. Przepis art. 3 ust. 2 rozporządzenia ECSP wymaga od dostawcy usług finansowania społecznościowego uczciwego, rzetelnego i profesjonalnego działania, z uwzględnieniem interesu klientów. Regulacje rozporządzenia ECSP ustanawiają również szczegółowe wymogi dotyczące skutecznego i ostrożnego zarządzania działalnością (art. 4 rozporządzenia ECSP), wymogi należytej staranności, jaką dostawcy mają zachować wobec właścicieli projektów (art. 5 rozporządzenia ECSP), a także obowiązek unikania konfliktów interesów w związku z ofertą finansowania społecznościowego. Wymogi o charakterze organizacyjnym dotyczą również systemów i mechanizmów kontroli (art. 4 ust. 2 rozporządzenia ECSP) oraz posiadania skutecznych i przejrzystych procedur szybkiego, rzetelnego i spójnego rozpatrywania skarg otrzymywanych od klientów (art. 7 rozporządzenia ECSP). Dostawcy usług finansowania społecznościowego, którzy zlecają wykonywanie funkcji operacyjnych osobie trzeciej, zostali zobowiązani do podejmowania stosownych działań w celu unikania ryzyka z tym związanego (art. 9 rozporządzenia ECSP).

W typologii przepisów rozporządzenia ECSP, poza regulacjami odnoszącymi się do zezwolenia na podjęcie i wykonywanie działalności, nadzoru, wymogów organizacyjnych i operacyjnych, wyróżnia się także grupę przepisów w zakresie relacji z inwestorami (Serdaris 2021, s. 442). Z jednej strony regulacje rozporządzenia ECSP wprowadzają nową kategorię inwestora niedoświadczonego, uczestniczącego w projektach opartych na finansowaniu społecznościowym, wobec którego należy stosować szczególne instrumenty znoszenia asymetrii informacyjnych (art. 19 ust. 3 rozporządzenia ECSP). Z drugiej strony nakłada się na dostawców usług finansowania społecznościowego generalny obowiązek w zakresie przekazywania klientom rzetelnych, jasnych i nie wprowadzających w błąd informacji (art. 19 ust. 1

rozporządzenia ECSP). Transparentności świadczenia usług finansowania społecznego ma natomiast służyć publiczny i aktualny rejestr wszystkich dostawców usług finansowania społecznościowego mających zezwolenie (art. 14 rozporządzenia ECSP). Rozwiązania te nie są w regulacji usług finansowych zagadnieniem nowym. Obowiązki i wymogi organizacyjne, operacyjne i informacyjne są wzorowane na rozwiązaniach, jakie prawodawca unijny poddał regulacji chociażby w dyrektywie dotyczącej firm inwestycyjnych (MiFID II)<sup>9</sup>.

## 7. Nadzór nad działalnością w zakresie usług finansowania społecznościowego

Działalność w zakresie świadczenia usług finansowania społecznościowego podlega nadzorowi administracyjnemu. Obowiązek sprawowania nadzoru wynika z konieczności ochrony interesów publicznych, którym potencjalnie może zagrażać działalność w zakresie finansowania społecznościowego. Interes publiczny jest zatem nadrzędną wartością, która, ze względu na swoją wagę, podlega ochronie oraz w dostateczny sposób tę ochronę uzasadnia. Ryzyko towarzyszące działalności w zakresie usług finansowania społecznościowego wiąże się przede wszystkim z możliwością utraty przez inwestora powierzonego właścicielowi projektu kapitału lub niezyskania informacji w zakresie niezbędnym do podjęcia decyzji o dokonaniu inwestycji. Ochrona interesów inwestora w wymiarze indywidualnym składa się z kolei na ogólnie pojętą ochronę stabilności całego rynku usług finansowania społecznościowego. Stabilność finansowa w wymiarze teoretycznym jest uznawana za szczególne dobro publiczne, a jej warunkiem jest prawidłowe funkcjonowanie instytucji finansowych, wywiązywanie się przez nie ze zobowiązań, a także możliwość dokonywania transakcji przy odpowiednim poziomie zaufania (Jurkowska-Zeidler 2008, s. 169).

Nadzór nad działalnością w zakresie finansowania społecznościowego ma charakter reglamentacyjny i jest realizowany na podstawie norm kompetencyjnych prawa materialnego. Działania nadzorcze mogą mieć postać decyzji nadającej uprawnienia (zezwolenie na świadczenie usług finansowania społecznościowego) lub odmawiające jej wydania. Nadzór jest wyposażony w kompetencje do podjęcia działań korygujących działalność dostawcy usług finansowania społecznościowego, nałożenia kary pieniężnej, jak również ma możliwość cofnięcia przyznanych uprzednio uprawnień.

Komisja Europejska w *Planie działania w zakresie FinTech*<sup>10</sup> podkreśliła, że warunkiem sprawowania skutecznego nadzoru nad działalnością w charakterze dostawcy usług finansowania społecznościowego jest obowiązywanie jednolitych reguł ustanawiających wymogi uzyskania zezwolenia, tzw. jednolity paszport. W opinii Komisji Europejskiej jednolite zezwolenie stanowi decydujące kryterium dla swobod-

<sup>9</sup> Zob. przyp. 6.

<sup>10</sup> Zob. przyp. 1.

nej możliwości świadczenia usług na rynku wewnętrznym. Jednolity paszport ma, z złożenia, umożliwić przedsiębiorcom sektora usług finansowych świadczenie usług w pozostałych państwach członkowskich oraz ekspansję na całym jednolitym rynku Unii Europejskiej. Oznacza to, że dostawca usług finansowania społecznościowego nie będzie narażony na skutki odmiennego stosowania prawa w poszczególnych państwach członkowskich.

Właściwym miejscowo organem nadzoru nad działalnością polegającą na świadczeniu usług w charakterze dostawcy usług finansowania społecznościowego jest organ państwa członkowskiego, który udzielił zezwolenia (art. 15 rozporządzenia ECSP). Sprawowaniu nadzoru mają służyć nałożone na dostawców obowiązki sprawozdawcze (art. 16 rozporządzenia ECSP). Regulacje rozporządzenia ECSP (art. 17) przewidują także możliwość cofnięcia zezwolenia w przypadkach m.in. nierozpoczęcia przez dostawcę usług finansowania społecznościowego działalności w ciągu 18 miesięcy od dnia wydania zezwolenia, zrzeczenia się zezwolenia, niespełniania warunków uzyskania zezwolenia albo naruszenia przepisów rozporządzenia. Jednocześnie o cofnięciu zezwolenia właściwy organ państwa członkowskiego niezwłocznie powiadamia Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA) oraz właściwe organy innych państw członkowskich, w których dany dostawca usług finansowania społecznościowego świadczy usługi finansowania społecznościowego transgranicznie oraz wprowadza informację dotyczącą cofnięcia zezwolenia do rejestru dostawców usług finansowania społecznościowego.

Obowiązywanie rozporządzenia ECSP wymaga od prawodawców poszczególnych państw członkowskich wydania przepisów zapewniających jego stosowanie na płaszczyźnie krajowej. W RP regulacje te będą zawarte w projektowanej ustawie o finansowaniu społecznościowym dla przedsiębiorstw gospodarczych<sup>11</sup>. Przepisy projektowanej ustawy wskazują Komisję Nadzoru Finansowego, jako organ właściwy do nadzoru nad dostawcami usług finansowania społecznościowego. Dodatkowo określają sankcje administracyjne i karne za nieprzestrzeganie przepisów rozporządzenia ECSP lub projektowanej ustawy oraz wprowadzają regulacje w zakresie odpowiedzialności cywilnoprawnej za poprawność i prawdziwość informacji podawanych w dokumentach informacyjnych sporządzanych w związku z ofertą finansowania społecznościowego, a także przepisy dotyczące tajemnicy zawodowej i zasad przechowywania dokumentacji związanej ze świadczeniem usług finansowania społecznościowego. Należy odnotować, że projektowana ustawa o finansowaniu społecznościowym dla przedsiębiorstw gospodarczych przewiduje dodatkowo możliwość wygaśnięcia zezwolenia. Przesłanki wygaśnięcia związane są z sytuacją przedsiębiorcy, która ma jednak pośredni wpływ na świadczenie usług. Sytuacje te dotyczą ogłoszenia upadłości dostawcy usług finansowania społecznościowego, otwarcia jego likwidacji lub śmierci osoby fizycznej będącej jedynym wspólnikiem lub akcjonariuszem.

<sup>11</sup> <https://legislacja.rcl.gov.pl/projekt/12346354> (dostęp: 30.04.2022).

## Podsumowanie

Rozporządzenie ECSP jest niewątpliwie ważnym krokiem w budowaniu jednolitego rynku usług finansowania społecznościowego. Usuwa ono bariery w zróżnicowanym dostępie do świadczenia tego rodzaju usług oraz pozwala na jednolitą kwalifikację modeli biznesowych finansowania społecznościowego. Rozporządzenie ECSP jest również istotnym krokiem w ujednoczeniu wymogów nadzorczych. Dodatkowo, nowe regulacje mają na celu ułatwienie świadczenia usług w wymiarze transgranicznym, rozszerzając dostępność usług, przy jednoczesnej minimalizacji ryzyka towarzyszącego świadczeniu cyfrowych usług finansowych. Warto jednak podkreślić, że nowe regulacje prawne nie tworzą ponadnarodowego otoczenia normatywnego do prowadzenia działalności w zakresie finansowania społecznościowego. Działalność ta jest umiejscowiona w granicach jednego państwa, któremu podlega dostawca usług finansowania społecznościowego, mimo że sama usługa przekracza granicę dwóch lub więcej systemów prawnych.

Zaangażowanie prawodawcy unijnego w proces ujednoczenia dostępu do rynku usług finansowania społecznościowego pozwala w pełniejszym stopniu urzeczywistnić ideę rynku wewnętrznego wyrażoną w art. 26 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej. Nowe ramy prawne w zakresie finansowania społecznościowego zwiększają także dostępność alternatywnych wobec działalności kredytowej banków sposobów finansowania działalności gospodarczej przez małych i średnich przedsiębiorców. Stworzenie nowej kategorii dostawców usług finansowych stanowi kolejny etap procesu dezintermediacji banków. Proces ten polega na dopuszczaniu obok banków podmiotów konkurencyjnych w mobilizowaniu oszczędności i alokowaniu inwestycji w ramach tzw. otwartych rynków finansowych (Jackowicz 2007, s. 10). Jedną z głównych przyczyn takiego stanu rzeczy są właśnie rozwiązania cyfrowe i zastosowanie technik informatycznych (Marszałek 2016, s. 261), za pomocą których możliwe jest nawiązanie bezpośrednich stosunków prawnych umożliwiających przepływ kapitału pomiędzy podmiotami nadwyżkowymi i podmiotami deficytowymi. Przeniesienie funkcji transformacyjnej banków na wyspecjalizowane podmioty pośredniczące wykorzystujące rozwiązania w zakresie technologii finansowych, które umożliwiają bezpośrednią aktywność na rynku usług finansowych, wymaga zastosowania skutecznych instrumentów minimalizacji ryzyka. Z pewnością rozporządzenie ECSP wpisuje się w proces intensywnego rozwoju nie tylko samego obszaru technologii usług finansowych, ale również stosunków prawnych obrotu finansowego, które muszą zostać poddane adekwatnej regulacji prawnej zarówno od strony podmiotowej, jak i od strony organizacyjnej i operacyjnej.

## Bibliografia

Bagińska E., *Crowdfunding (finansowanie społecznościowe) – aspekty cywilnoprawne*, Gdańskie Studia Prawnicze, t. XXXIX, 2018.

Blicharz R., Lichosik A. [w:] M. Wierzbowski, P. Wajda, L. Sobolewski (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, wyd. 3, Warszawa 2019.

Dybiński J. [w:] M. Stec (red.), *System prawa handlowego*, t. 5c, *Prawo umów handlowych*, wyd. 1, Warszawa 2020.

Hossain M., Oparaocha G.O., *Crowdfunding: Motives, Definitions, Typology and Ethical Challenges* Entrepreneurship Research Journal 2017, vol. 7, nr 2.

<https://www.economist.com/finance-and-economics/2014/02/28/banking-without-banks>

Jackowicz K., *Dyscyplina rynkowa na integrujących się rynkach finansowych UE*, „Bank i Kredyt” 2007, nr 10.

Jurkowska-Zeidler A., *Bezpieczeństwo rynku finansowego w świetle prawa Unii Europejskiej*, Warszawa 2008.

Kleiner C., *General Report: The Legal Regulation of Crowdfunding*, [w:] C. Kleiner (red.), *Legal Aspects of Crowdfunding*, Springer 2021.

Klöhn L., Hornuf L., *Crowdinvesting in Deutschland: Markt, Rechtslage und Regulierungsperspektiven*, „Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft” 2012, vol. 24, nr 4.

Kędzierska-Szczepaniak A., *Reward-Based Crowdfunding on The Polish Market*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Research Papers of Wrocław University of Economics And Business 2020, t. 64, nr 1.

Lissowska M., *Crowdfunding – the Interplay between Evolving Organization and Embedding Institutions*, Accounting, Economics, and Law: A Convivium 2021, vol. 11, nr 3.

Macchiavello E., *Financial-return Crowdfunding and Regulatory Approaches in the Shadow Banking*, FinTech and Collaborative Finance Era European Company and Financial Law Review 2017, vol. 14, nr 4.

Machnikowski P., *Harmonizacja maksymalna jako metoda zbliżania prawa zobowiązań w UE na przykładzie odpowiedzialności za produkt*, Studia Prawa Prywatnego 2017, t. 1.

Marszałek P., *Disintermediation of Banks – Causes and Consequences*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu. Research Papers of Wrocław University of Economics 2016, nr 451.

Mäntysaari P., *Stocks for All: People’s Capitalism in the Twenty-First Century*, De Gruyter 2022.

Serdaris K., *Behavioural Economic Influences on Primary Market Disclosure – The Case of the EU Regulation on European Crowdfunding Service Providers*, European Company and Financial Law Review 2021, vol. 18, nr 3.

Renner M., *„Banking Without Banks”? Rechtliche Rahmenbedingungen des Peer-to-Peer Lending*, „Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft” 2014, vol. 26, nr 5.



Schäfer F., Eckhold T., *Crowdfunding, Crowdlending, Crowdinvesting, Kryptowährungen und Initial Coin Offerings*, [w:] H.-D. Assmann, R. Schütze, P. Buck-Heeb (red.), *Handbuch des Kapitalanlagerechts*, wyd. 5, München 2020.

Skrzypek A., *Nowy europejski system nadzoru finansowego – propozycje i plany*, „Przegląd Europejski” 2010, nr 1(20).

Woesch Ph., *Fronting-Bank-Modelle im Lichte der ECSP-VO*, BKR – Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht 2022.

Zacharzewski K., *Digital asset capital market law – a new discipline of private law*, „Krytyka Prawa” 2021, nr 13.