

Warszawa, 20 listopada 2023 r.

prof. dr hab. Michał Romanowski
Katedra Prawa Handlowego
Wydział Prawa i Administracji
Uniwersytetu Warszawskiego

RECENZJA

pracy doktorskiej Pani mgr Aleksandry Ossowskiej
p.t. „Crowdfunding inwestycyjny w Polsce na tle prawa Unii Europejskiej”
napisanej pod kierunkiem Pana prof. dra hab. Wojciecha Popiołka

I. Cel i struktura recenzji

1. Celem niniejszej recenzji jest dokonanie oceny, czy przedstawiona praca doktorska napisana przez Panią mgr Aleksandrę Ossowską p.t. „Crowdfunding inwestycyjny w Polsce na tle prawa Unii Europejskiej” spełnia wymogi przewidziane właściwymi przepisami dla prac doktorskich, a w konsekwencji czy zachodzą przesłanki, aby dopuścić Panią mgr Aleksandrę Ossowską do kolejnych etapów postępowania w sprawie nadania stopnia naukowego doktora nauk prawnych.

2. W związku z celem niniejszej recenzji ocena pracy doktorskiej Pani mgr Aleksandry Ossowskiej będzie obejmować następujące kryteria:

- 1) wybór tematu pracy doktorskiej,
- 2) „warsztat” pracy doktorskiej, a w tym:
 - a) konstrukcja pracy doktorskiej,
 - b) metoda badawcza i wykorzystanie źródeł,
 - c) język pracy,
- 3) tezy pracy doktorskiej i ich ocena.

II. Wybór tematu pracy doktorskiej

3. Temat pracy wybrany przez Doktorantkę dotyczy zagadnienia o doniosłym znaczeniu teoretycznym i praktycznym dla nauki polskiego prawa spółek i prawa rynku kapitałowego. Problematyka ta wywołuje – nie tylko w Polsce – zrozumiałe zainteresowanie, ponieważ jest związana z dopuszczeniem finansowania publicznego działalności spółek pod różnymi postaciami crowdfundingu.

4. Crowdfunding jest ściśle związany z instytucją spółki kapitałowej. Historia spółki jako osoby prawnej sięga ponad 400 lat (w 1564 r. powstała Company of the Mines Royal), choć jej gwałtowny rozwój jako instytucji prawnej to ostatnie 150 lat. Spółka kapitałowa rozwinęła się od koncepcji instrumentu państwa dla osiągnięcia celów określanych przez rządzących do podstawowego narzędzia prowadzenia działalności zarobkowej przez co najmniej kilka osób. Mimo, że podstawową funkcjonalnością konstrukcji spółki pozostaje cel zarobkowy, to jej elastyczność powoduje, że jest ona wykorzystywana do wszelkiej aktywności pozazarobkowej, a także do prowadzenia działalności jednoosobowej. Ten fenomen spółki kapitałowej obrazowo ujęli autorzy znanej książki o historii spółki, wskazując, iż *„Hegel prognozował, że podstawową jednostką organizacyjną nowoczesnego społeczeństwa będzie państwo, Marx, że komuna (wspólnota), Stalin i Hitler, że będzie to partia polityczna. [...]wszyscy oni mylili się. Najważniejszą formą organizacyjną na świecie jest spółka [...]”*¹.

5. Zasadniczy spór wokół spółki koncentruje się od kilkuset lat na koncepcji oddzielenia własności od zarządzania korporacją (istota problemu *corporate governance*). Koncepcja oddzielenia własności od zarządzania jest postrzegana jako swoista recepta na skandale i korupcje. Adam Smith w „Bogactwie Narodów” ostrzegął w 1776 r., że *„ponieważ menedżerom nie można zaufać jako zarządzającym pieniędzmi innych ludzi, w sposób nieunikniony skutkiem prowadzenia biznesu w formie korporacji będzie niedbalstwo i rozrzutność zarządzających”*. Ostrzeżenie Adama Smitha zbiegło się w czasie z końcem obowiązywania w Anglii zakazu zakładania (z pewnymi wyjątkami) spółek kapitałowych wprowadzonym w 1720 r. przez Bubble Act (ustawa o bańce spekulacyjnej). Bubble Act określił zakładanie korporacji i sprzedawanie ich akcji jako przestępstwo w odpowiedzi na serię skandali zakończonych bańką spekulacyjną na akcjach South Sea Company. Jako przyczynę wskazywano, że inwestorzy nie ponosząc odpowiedzialności za zobowiązania spółki, nie interesowali się tak jak właściciele jej powodzeniem.

¹ Zob. J. Micklethwait, A. Wooldridge, *The Company. A Short History of Revolutionary Idea*, New York 2005, introduction, s. xiv.

6. U źródeł większości sporów korporacyjnych leży związany z koncepcją oddzielenia własności od zarządzania konflikt agency na poziomie konfliktów interesów wspólników (tzw. horyzontalny konflikt agency) lub na poziomie konfliktów między wspólnikami a zarządem (tzw. wertykalny konflikt agency). Złożoność instytucji spółki dobrze ilustruje pogląd Romana Longchamps de Berier w wydanym w 1939 r. podręczniku „Zobowiązania”, w którym zwraca on uwagę, że spółkę od innych umów obligacyjnych odróżnia to, że strony umowy spółki nie wykonują swoich zobowiązań jedna wobec drugiej, ale działają razem obok siebie, a więc mogą domagać się współdziałania dla osiągnięcia celu założenia spółki, i w ten sposób zaspokajają się. Autor nie przewidział, że fenomen i elastyczność spółki jako organizacji zarządzania własnością przerósł tradycyjną definicję spółki zakładającą współdziałanie co najmniej dwóch wspólników-właścicieli. Mieszanka cech spółki jako umowy obligacyjnej i struktury organizacyjno-prawnej o własnej podmiotowości prawnej opartej na koncepcji czynności powierniczych spowodowała, że tradycyjne ujęcie spółki jako zorganizowanej formy współdziałania dla osiągnięcia wspólnego celu, w tym przez wniesienie wkładów, zostało poszerzone o rozumienie spółki jako platformy do pozyskania kapitału, w tym od masowego dawcy kapitału. Nie przypadkiem spółka akcyjna jest formą organizacyjno-prawną pierwotną wobec spółki z o.o., która została pomyślana jako uproszczona spółka akcyjna.

Na marginesie – co ma znaczenie dla niniejszej recenzji - warto zwrócić uwagę, że faktu tego nie dostrzegł polski ustawodawca, który wprowadził niedawno do polskiego prawa spółek nowy typ spółki pod zwodniczą nazwą prosta spółka akcyjna.

7. Praca doktorska Pani mgr Aleksandry Ossowskiej jest jednym z pierwszych kompleksowych opracowań monograficznych poświęconych wybranym prawnym aspektom crowdfundingu. Jej celem jest analiza i ocena wpływu poddania regulacji prawnej finansowania społecznościowego, czyli publicznego, w postaci stworzenia regulowanej platformy dla takiego finansowania, na rozwój tej formy finansowania. Problematyka crowdfundingu jest stosunkowo nowa, co oznacza, że istnieje duża przestrzeń dla prac doktorskich poświęconych jego różnym aspektom. Z natury rzeczy autorka zajęła się wycinkiem, ale ważnym, dla rozwoju tej instytucji.

8. Mający największe znaczenie dla rozprawy Doktorantki crowdfunding udziałowy jest postacią finansowania społecznościowego, którego początki są „świeże”, bo sięgają pierwszej dekady XXI w. z wykorzystaniem przepisów dotyczących rynku finansowego. Odwoływanie się do regulacji rynków finansowych, w tym w szczególności prawa rynku kapitałowego przy ocenie prawnej crowdfundingu jest zrozumiałe, ponieważ każda forma publicznego pozyskiwania kapitału jest finansowaniem społecznościowym. To co wyróżnia finansowanie

społecznościowe w ujęciu ścisłym to adresaci oferty publicznej jako zdefiniowana grupa docelowa i wielkość takiej oferty. Ta specyficzna funkcja crowdfundingu, o której Doktorantka szeroko pisze w swojej pracy doktorskiej stała się przyczyną popularności tej metody pozyskiwania kapitału w drodze publicznej oraz poszukiwaniem metody adekwatnej regulacji różnej, a w każdym razie nie aż tak restryktywnej, jak w przypadku regulacji oferty publicznej, zorganizowanego systemu obrotu i spółek publicznych

9. Na rozwój finansowania społecznościowego wpłynęła rewolucja technologiczna związana z powszechną dostępnością internetu i portali typu Web 2.0. Rozwój internetu umożliwił docieranie z ofertą finansowania przedsięwzięć gospodarczych (często o statusie startupów) bezpośrednio do indywidualnych inwestorów (zazwyczaj nieprofesjonalnych). Infrastruktura tradycyjnego rynku kapitałowego, a szerzej finansowego, ze względu na skalę przedsięwzięć i założenia masowego, zmiennego i anonimowego akcjonariatu będącego jak „lotny piasek pustyni) traktującego spółki publiczne jak swoistego rodzaju galerie handlowe, gdzie „wchodzi się na chwilę, aby wyjść” z natury musiała być i jest oparta na instytucjach finansowych takich jak banki oraz instytucje zbiorowego lokowania środków w postaci funduszy inwestycyjnych o charakterze powierniczym. Współcześnie rynek kapitałowy to przede wszystkim rynek inwestorów instytucjonalnych pośredniczących w inwestowaniu środków przez inwestorów indywidualnych.

10. Rynek crowdfundingu jest odpowiedzią na niszę inwestorów indywidualnych klasyfikowanych jako grupy społecznościowe np. miłośnicy piw rzemieślniczych. W ślad za tym powstały platformy crowdfundingowe przyciągające nową grupę dawców kapitału nieznaną rynkowi kapitałowemu. Cechą wyróżniającą finansowania społecznościowego jest także ukierunkowanie na wspieranie finansowe przedsięwzięć gospodarczych we wcześniejszym stadium rozwoju do pewnego stopnia wedle modelu 3F (family, friends & fools). To powoduje, że oprócz kwestii regulacji platform crowdfundingowych, na czym koncentruje się Doktorantka, wyłaniają się doniosłe zagadnienia dogmatyczne i praktyczne z zakresu *corporate governance*.

11. Finansowanie społecznościowe będąc metodą pozyskiwania kapitału w sposób publiczny w praktyce prowadzi do „przekształcenia” w sensie funkcjonalnym spółki kapitałowej zamkniętej w spółkę otwartą. Nie jest to odzwierciedlone ani w przepisach regulujących funkcjonowanie spółki z o.o., prostej spółki akcyjnej i spółki akcyjnej niepublicznej. Mamy zatem do czynienia z interesującym zjawiskiem wykształcenia się spółki niepublicznej *de facto* o rozdrobnionej strukturze udziałowców. Problem dodatkowo komplikuje się, ponieważ inwestowanie społecznościowe może mieć charakter bezpośredni i

pośredni przy wykorzystaniu instytucji powiernictwa. Modele inwestowania społecznościowego tj. bezpośredni, pośredni i mieszany (część inwestorów społecznościowych inwestuje bezpośrednio, a część pośrednio w zależności od wielkości inwestycji) mają doniosłe znaczenie na sytuację prawną inwestorów w spółce z punktu widzenia zasad *corporate governance*, w tym ochrony ich praw przed konfliktem *agency* - horyzontalnym i wertykalnym.

12. Podsumowując, instytucja crowdfundingu otwiera bardzo duży obszar badań w kontekście fundamentalnych zasad prawa zobowiązań, prawa spółek i prawa rynku kapitałowego. Autorka zajmuje się analizą proporcjonalności regulacji pozyskiwania kapitału w drodze crowdfundingu i organizacji obrotu wtórnego prawami udziałowymi w spółkach kapitałowych, które sięgają po taką formę finansowania, co ma kluczowe znaczenie z punktu widzenia wrażliwej materii zaufania inwestorów do rynków finansowych, a w praktyce do państwa jako strażnika wiarygodności rynków finansowych.

II. „Warsztat” pracy doktorskiej

A. *Konstrukcja pracy doktorskiej*

12. Konstrukcja pracy doktorskiej przyjęta przez Autorkę jest prawidłowa, a nawet może być stawiana za wzór konstruowania prac doktorskich. Doktorantka rozpoczyna od wprowadzenia, w którym wyjaśnia istotę problemu badawczego.

13. Po wprowadzeniu, którego celem jest zarysowanie istoty problemu badawczego i przedstawienie zasadniczych tez pracy, Autorka w kolejnych rozdziałach poddaje problem badawczy i postawione tezy pogłębionej oraz wszechstronnej analizie z wykorzystaniem metody prawnoporównawczej, empirycznej i *de facto* ekonomicznej analizy prawa. Każdy rozdział jest zakończony wnioskami z wyników prowadzonej w nim analizy. Podnosi to istotnie przejrzystość argumentacji Autorki, a w konsekwencji wartość merytoryczną rozprawy. W konsekwencji Doktorantka dokonała zestawienia wniosków z poszczególnych rozdziałów oraz podsumowania prowadzonych rozważań. Jest to bardzo wartościowa część rozprawy, ponieważ ułatwia czytelnikowi ocenę wartości merytorycznej i logiki argumentacji Autorki. Powoduje to także, że recenzowaną pracę doktorską cechuje przejrzysty i funkcjonalny związek między prowadzoną analizą a cytowanymi na jej potrzeby źródłami.

14. Podsumowując, układ pracy, jej struktura, podział treści, kolejność rozdziałów jest prawidłowy. Autorka prowadzi rozważania w sposób konsekwentny, a przyjęta struktura pracy

pozwała na budowanie przez niego logicznych wniosków. W efekcie praca jest przejrzysta, a tok rozumowania i wnioski Doktorantki nie wywołują wątpliwości pozwalając na odtworzenie jego sposobu rozumowania.

B. Metoda badawcza i wykorzystanie źródeł

15. Autorka zastosowała w recenzowanej pracy przede wszystkim metodę prawnoporównawczą i empiryczną oraz *de facto* ekonomicznej analizy prawa. Zabieg taki należy ocenić jako prawidłowy.

16. Zarysowany problem badawczy w sposób naturalny wymusił szerokie uwagi prawnoporównawcze Doktorantki, które pozwalają na lepsze zrozumienie istoty badanego problemu oraz ukazują stopień jego złożoności. Badania prawnoporównawcze pozwalają także na usytuowanie tezy brnionej przez Autorki w prawie polskim na tle koncepcji i rozwiązań legislacyjnych przyjmowanych w systemach prawnych państw o rozwiniętej gospodarce rynkowej i – w porównaniu do Polski - znacznie dłuższej historii rozwoju rynków finansowych i prawa spółek kapitałowych w warunkach gospodarki wolnorynkowej. Należy zwrócić uwagę, że badania prawnoporównawcze Doktorantki nie zostały ograniczone do – jak to często bywa – prawa niemieckiego, ale obejmują systemy prawne takich państw jak: Włochy, Francja, Finlandia, Hiszpania, Szwecja, Wlk. Brytania i USA. W efekcie wnioski Autorki są formułowane niejako „ponad” tradycjami prawnymi, z których wywodzą się porządki prawne poszczególnych państw, a więc common law, romańską, germańską, skandynawską. Problem badawczy jest bowiem niezależny od tradycji prawnej. Jest to szczególnie ważne, ponieważ współcześnie mamy do czynienia z wyraźnym przenikaniem się różnych systemów prawa spółek, w tym swoistego rodzaju amerykańską europejskiego prawa spółek i rynków finansowych.

17. Ponadto, Doktorantka posłużyła się – choć w ograniczonym zakresie – metodą empiryczną. Wydaje się, że Doktorantka mogła szerzej uzasadnić dlaczego metodę empiryczną zastosowała w ograniczonym zakresie w szczególności wobec faktu, że broni w pracy tezy o swoistym przeregulowaniu crowdfundingu na skutek Rozporządzenia 2020/1503.

18. Praca doktorska jest bardzo starannie udokumentowana zarówno w odniesieniu do literatury przedmiotu krajowej i obcej (102 pozycje, źródeł empirycznych (152 pozycje) oraz materiału normatywnego i orzecznictwa. Jest to zatem ponad 250 pozycji, w tym znaczącą część stanowi literatura obcojęzyczna, co dodatkowo wskazuje na rozmiar zadania jakiego podjęła się Autorka oraz jej wysoki poziom kompetencji.

C. *Język pracy doktorskiej*

19. Praca doktorska jest napisana jasnym i zwięzłym językiem oraz nienaganną polszczyzną. Autorka stara się unikać zawitych stylistycznie i wielokrotnie złożonych zdań, co wpływa pozytywnie na przejrzystość argumentacji i prowadzonej analizy. Dzięki temu Autorka unika także ryzyka pseudonaukowości pracy, która często „zastępuje” treść prowadzonej analizy naukowej lub utrudnia zrozumienie rozważań merytorycznych powodując, że forma przeważa nad treścią. W przypadku recenzowanej pracy doktorskiej Doktorantce udało się osiągnąć równowagę między wymaganą formą i treścią. Na podkreślenie zasługuje fakt, że forma jest funkcjonalnie podporządkowana treści, a więc ma służyć właściwemu przedstawieniu tez pracy i ich obronie. Wszystko to powoduje, że czytelnik może w pełni skoncentrować się na warstwie merytorycznej rozprawy, a samą rozprawę czyta się z prawdziwą przyjemnością. Wymaga podkreślenia, że rozprawa jest bardzo rozsądna objętościowo. Ma to znaczenie wobec faktu, że wiele prac naukowych zdaje się stawiać ilość napisanych słów ponad ich jakość! Umiejętność syntezy jest ważnym elementem warsztatu naukowego świadcząc zarazem o empatii wobec czytelnika.

Niewątpliwie widać tu w sensie pozytywnym „rękę” promotora recenzowanej rozprawy doktorskiej Pana Profesora Wojciecha Popiołka znanego z warsztatu naukowego preferującego jakość nad ilość.

III. Tezy pracy doktorskiej i ich ocena

A. *Tezy*

20. Autorka sformułowała w swojej pracy wnioski jako wynik analizy przed sobą następujących celów badawczych:

- 1) Jakie cele przyświecały przyjęciu Rozporządzeniu 2020/1503?
- 2) Czy model regulacji przyjęty w Rozporządzeniu 2020/1503 spełnia kryterium proporcjonalności, zachowując równowagę między interesem publicznym a interesem operatorów platform crowdfundingu inwestycyjnego?
- 3) Jak przyjęcie Rozporządzenia 2020/1503 wpłynęło na rynek crowdfundingu inwestycyjnego w Polsce?

21. Bogactwo problematyki poddanej analizie w recenzowanej pracy doktorskiej oraz natura recenzji uniemożliwia szczegółowe odniesienie do wszystkich wniosków w szczególności, że z punktu widzenia merytorycznego i warsztatowego – co do zasady - zarówno ich treść, jak i sposób ich wyprowadzenia, zasługuje na aprobatę.

22. Doktorantka formułuje cztery tezy, które co do zasady podzielam.:

TEZA I – Kluczowym determinantem rozwoju rynku crowdfundingu inwestycyjnego jest przyjęcie optymalnego modelu regulacji, który zachowuje odpowiednią proporcje pomiędzy stymulowaniem konkurencyjnością rynku a ochroną interesu publicznego;

TEZA II – Brak przepisów, które w sposób kompleksowy i proporcjonalny regulowałyby finansowanie społecznościowe w Polsce znacząco utrudniał rozwój rynku crowdfundingu inwestycyjnego w Polsce oraz prowadził do obniżenia ochrony praw inwestorów;

TEZA III – Rozporządzenie 2020/1503 spełnia kryterium proporcjonalności, zachowując równowagę między interesem publicznym a interesem operatorów platform crowdfundingu inwestycyjnego;

TEZA IV – Niektóre z rozwiązań przyjętych w polskich przepisach zapewniających stosowanie Rozporządzenia 2020/1503 mogą ograniczać konkurencyjność rynku crowdfundingu inwestycyjnego w Polsce na tle innych państw członkowskich Unii Europejskiej ja również utrudniać dostęp do finansowania małym i średnim przedsiębiorstwom.

B. Ocena tez

23. Tezy wymagają łącznej oceny, ponieważ przenikają się one nawzajem. Problematyka crowdfundingu inwestycyjnego wywołuje – nie tylko w Polsce – zrozumiałe zainteresowanie, ponieważ jest związana z dopuszczeniem finansowania publicznego działalności spółek pod różnym postaciami crowdfundingu. Dylemat regulacyjny jest pochodną naturalnych obaw przed dopuszczeniem przez prawodawców publicznej zbiórki pieniędzy, która – jak dowodzi historia rynków finansowych, zarówno ta zamierzchła, jak i współczesna, łatwo może przerodzić się w zjawisko piramidy finansowej. Ostatnio jesteśmy świadkami w Polsce problemów Manufaktury Piwa, Wódki i Wina Janusza Palikota. Płatnikami, czyli podmiotami ryzyka są zazwyczaj drobni inwestorzy, którzy w poszukiwaniu zarobku poszukują

alternatywnych form zbiorowego lokowania ich środków, form alternatywnych w stosunku do ofert publicznych spółek notowanych na giełdach papierów wartościowych, na rynku ASO (alternatywny system obrotu) czy w ramach instytucji zbiorowego lokowania środków pieniężnych takich jak otwarte i zamknięte fundusze inwestycyjne.

Ze względu na wysokie wymagania regulacyjne będące reakcją na zjawiska piramid finansowych (słynny schemat Ponziego, współczesny przykład piramidy finansowej Madoffa, a w Polsce przykład GetBack) mimo rozbudowanego systemu regulacji obejmującej organizację obrotu pierwotnego i wtórnego obrotu instrumentami finansowymi, działalności pośredników w lokowaniu środków i obracaniu instrumentami finansowymi w postaci firm inwestycyjnych (domów maklerskich), platform obrotu (np. giełda oraz regulowany rynek pozagiełdowy), uprawnień nadzorca rynku i jego regulatora jakim są komisje papierów wartościowych (w Polsce Komisja Nadzoru Finansowego), rozwiniętego systemu depozytowo-rozliczeniowego, licencjonowaniu doradztwa inwestycyjnego, obowiązków informacyjnych, prospektów i memorandów informacyjnych, surowych sankcji za praktyki *insider tradingu* i manipulacji ceną instrumentu finansowego, skandale finansowe mają charakter cykliczny. Oznacza to, że były, są i będą występować, ponieważ chciwość popycha ludzi do oszustwa lub hazardu moralnego.

Poszukiwanie optymalnego modelu regulacji polega na wważeniu wartości jakimi są z jednej strony bezpieczeństwo inwestorów a z drugiej strony zapewnienie możliwości rozwoju tej formy finansowania. Autorka na przykładzie badań prawnoporównawczych przekonująco ukazuje ów dylemat regulacyjny. Jest on realny.

Jak dowodzą badania empiryczne wielkim wyzwaniem dla rozwoju crowdfundingu inwestycyjnego jest bowiem ... rynek. Z danych pochodzących z Gazety Giełdy Parkiet wynika, że polski rynek finansowania społecznościowego zmniejszy się w 2023 roku o 100 mln zł.

Przyczyną jest spowolnienie gospodarcze i prognozy recesji. Związek Przedsiębiorstw Finansowych (ZPF), podaje, iż w 2022 r. przeprowadzono 47 kampanii crowdfundingowych, ale ich skuteczność (pozyskanie 100 proc. emisji) wyniosła jedynie 32 proc. Prognozy na rok 2023 są znacznie gorsze. Liczba inwestorów zainteresowanych crowdfundingiem udziałowym (ECF) spadła w 2022 z 19 tys. do 3,5 tys. W 2023 r. spadek ten jest kontynuowany. Od 10 listopada 2023 r. obowiązuje nowy limit (5 mln EUR) na kwoty, które można pozyskać w ramach finansowania społecznościowego. Został on podniesiony dwukrotnie z kwoty 2,5 mln EUR. Dodatkowo działalność platform crowdfundingu udziałowego nie będzie możliwa bez zezwolenia wydawanego przez Komisję Nadzoru Finansowego. Z prognoz wynika, że o ile w

tym roku globalnie utworzonych będzie około 12 mln kampanii crowdfundingowych, o tyle – jak wskazują eksperci Zrzutka.pl – w Polsce będzie ich tylko kilkadziesiąt tysięcy. Zrzutka.pl szacuje, iż rynek społecznościowych zbiórek nad Wisłą zmniejszy się w Polsce w 2023 r. o 10 proc., z 1,1 do 1 mld zł podczas, gdy na świecie ma on osiągnąć 15,5 mld dol., co stanowi wzrost o 16 proc. Średniej wartości kampanii społecznościorowej na świecie wynosi ponad 120 tys. zł, a w Polsce 2,2 tys. zł. Co czwarty dolar zbierany w ramach finansowania społecznościowego jest w USA, a co dziesiąty w Wlk. Brytanii. Strumień pieniędzy płynący od donatorów w Polsce jest znacznie niższy niż na innych rynkach (na świecie ok. 420 zł, a w Polsce 97 zł).

Przykład Wlk. Brytanii i USA jest istotny z punktu widzenia tez bronionych przez Autorkę. Zwraca ona bowiem uwagę (s. 34), iż głównym czynnikiem, który zdecydował o sukcesie Wlk. Brytanii na światowym rynku crowdfundingu były jasne ramy regulacyjne wprowadzone w odpowiednim czasie oraz odpowiednie i adekwatne oraz elastyczne i prorynkowe podejście FCA do relacji z uczestnikami rynku. Z kolei sukcesowi USA towarzyszy ocena, iż regulacja crowdfundingu inwestycyjnego jest niedostosowana do realiów rynkowych, zbyt uciążliwa i kosztowna dla małych przedsiębiorstw a zarazem jej restryktywność nie podnosi efektywności poziomu ochrony inwestorów (s. 37).

Interesujące byłoby rozwikłanie przez Doktorantkę tego na pierwszy rzut oka paradoksu sukcesu rynkowego crowdfundingu w warunkach dobrej regulacji (Wlk. Brytania) i złej regulacji (USA) z wnioskami dla prawa polskiego.

Jak była bowiem mowa, stworzenie ram regulacyjnych miało bowiem z jednej strony pozwolić na zbieranie kapitału w sposób mniej sformalizowany, a co za tym idzie tańszy z punktu widzenia emitentów aniżeli tradycyjna oferta publiczna, a z drugiej miało zapewnić większy stopień ochrony inwestorom niedoświadczonym, gdyż internetowe platformy kapitałowe otworzyły rynki kapitałowe dla nieprofesjonalistów na niespotykaną dotąd skalę. Tym samym ramy regulacyjne finansowania społecznościowego miały uprościć sposób pozyskania kapitału dla spółek we wczesnych etapach rozwoju, zapewniając jednocześnie większą ochronę inwestorom.

24. Generalnie, analiza wniosków Autorki prowadzi do wniosku, że pozytywnie ocenia ona Rozporządzenie 2020/1503. W zasadzie jedyny zarzut jaki stawia polskiemu ustawodawcy to wyłączenie możliwości korzystania z crowdfundingu inwestycyjnego spółkom z o.o. i zastrzeżenie tej formy finansowania do prostej spółki akcyjnej. Autorka krytycznie ocenia to rozwiązanie. W mojej ocenie jedyną przyczyną dla takiego zabiegu jest próba polskiego ustawodawcy zachęcenia do zakładania prostych spółek akcyjnych. Jest to oczywiście

uzasadnienie, które nie zasługuje na aprobatę, ponieważ nie ma nic wspólnego z uzasadnieniem wprowadzenia do polskiego prawa spółek prostej spółki akcyjnej zamiast reformowania spółki z o.o., i to w sposób prowadzący do demontażu klarowanego do tego czasu podziału spółek kapitałowych na spółki akcyjne i uproszczoną spółkę akcyjną jaką jest spółka z o.o. Zabieg taki nie ma oczywiście nic wspólnego z założeniem, aby regulacja crowdfundingu inwestycyjnego była przyjazna wobec tej formy finansowania uwzględniając, że najpopularniejszą formą spółki wybieraną przez małe i średnie przedsiębiorstwa, w tym tzw. startupy, jest spółka z o.o.

Interesujące byłoby, gdyby Autorka szerzej wyjaśniła dlaczego ustawodawca polski zdecydował się na taki krok i czy rzeczywiście trafna jest hipoteza recenzenta, że w istocie miał to być swoistego rodzaju „dopalacz legislacyjny” dla prostej spółki akcyjnej nawet kosztem wykluczenia spółek z o.o. spod Rozporządzenia 2020/1503.

IV. Wnioski recenzji

25. Praca doktorska Pani mgr Aleksandry Ossowskiej prezentuje poziom naukowy wymagany dla prac doktorskich. Jest to wartościowe opracowanie monograficzne z punktu widzenia analizy praktycznych skutków regulacji. Jej celem była analiza i ocena wpływu poddania regulacji prawnej finansowania społecznościowego, czyli publicznego, w postaci stworzenia regulowanej platformy dla takiego finansowania, na rozwój tej formy finansowania. Czyni to przy wykorzystaniu warsztatu naukowego, który jest wymagany dla prac doktorskich. Problematyka crowdfundingu jest stosunkowo nowa, co oznacza, że istnieje duża przestrzeń dla prac doktorskich poświęconych jego różnym aspektom. Z natury rzeczy Autorka zajęła się wycinkiem, ale ważnym, dla rozwoju tej instytucji.

26. Praca doktorska Pani mgr Aleksandry Ossowskiej spełnia wymagania stawiane pracom doktorskim w rozumieniu właściwych przepisów pod kątem każdego z przyjętych w niniejszej recenzji i ustawie kryteriów oceny, a więc może stanowić podstawę do dopuszczenia do publicznej obrony.



