

Crowdfunding – što znamo o alternativnom izvoru financiranja?

Crowdfunding – what do we know about this alternative source of financing?

Sažetak

Crowdfunding je alternativni način financiranja projekata kod kojeg se novčani prilozi, najčešće vrlo male vrijednosti, prikupljaju od velikog broja ljudi putem *online* platformi kako bi se dala potpora nekoj poduzetničkoj ideji. *Crowdfunding* financiranje obavlja se putem investicijskih platformi ili platformi baziranih na nagradi i donaciji. Odabir platforme odražava intrinzične odnosno ekstrinzične motive sudionika. Uz glavne aspekte tržišta *crowdfundinga*, u ovom radu analizirani su potencijalni izazovi i rizici s kojima se suočavaju sudionici na *crowdfunding* platformama. Kako bi ih se zaštitilo od tih rizika, istaknuta je važnost kvalitetnog zakonodavnog okvira.

Ključne riječi: *crowdfunding*, financiranje, motivi, rizici, regulativa

JEL klasifikacija: D47, D82, L26, G24

Abstract

Crowdfunding is an alternative source of financing by which a large number of people use online platforms to make small contributions to a cause. Crowdfunding can take place either through investment-based platforms, or through reward-based and donation-based platforms. The choice of platform by a supporter of a campaign reflects their motive for participating in crowdfunding financing. Participation can be either intrinsically driven, when the supporter requires no monetary compensation, but enjoys helping others, or extrinsically driven, when the supporter expects potential financial returns. In addition to the main aspects of the crowdfunding market, this paper aims to analyze the potential challenges and risks faced by the crowd. A high-quality regulatory environment would help mitigate these risks.

Keywords: crowdfunding, financing, motivation, risks, regulation

JEL classification: D47, D82, L26, G24

1. Uvod

Crowdfunding je alternativni način financiranja projekata kod kojeg se novčani prilozi, najčešće vrlo male vrijednosti, skupljaju od velikog broja ljudi putem *online* platformi kako bi se dala potpora nekoj poduzetničkoj ideji.

Globalna *crowdfunding* industrija bilježi visoke

stope rasta u posljednjih nekoliko godina. Prema podacima Massolutiona (2015.), u 2014. godini prikupljeno je 16,2 milijarde dolara, što predstavlja porast od 167 posto u odnosu na 2013. godinu. Procjena rasta industrije za 2015. godinu predviđa daljnje udvostručavanje. Globalni rast industrije ponajviše je posljedica snažnih stopa rasta na azijskom tržištu (320 %) na kojem je prikupljeno 3,4

Dr.sc. **Iva Čondić-Jurkić**

Rochester Institute of Technology Croatia
E-mail: iva.condic-jurkic@croatia.rit.edu

Iva Čondić-Jurkić, PhD

Rochester Institute of Technology Croatia
E-mail: iva.condic-jurkic@croatia.rit.edu

milijarde dolara. Najveće je tržište Sjeverna Amerika (9,46 milijardi dolara), dok se Europa s 3,26 milijarde dolara nalazi na trećem mjestu prema ukupnom iznosu prikupljenih sredstava.

Prema trenutno dostupnim podacima, u svijetu postoji 1250 aktivnih *crowdfunding* platformi. Namjena prikupljenih sredstava i dalje je dominantno u sektoru poduzetništva (3,7 milijardi USD ili 41,3 %), a slijede socijalno angažirani projekti (3,06 milijardi USD), filmovi i umjetnost (1,97 milijarde USD), nekretnine (1,01 milijarda USD) te glazba (736 milijuna USD).

Taj relativno nov i ekstremno rastući financijski fenomen privlači sve više pozornosti u stručnoj javnosti, ali postaje i sve češća tema istraživanja u akademskim krugovima. Unatoč nemaloj pozornosti investitora, regulatora i ostale zainteresirane javnosti, ekonomika *crowdfundinga* nije posve razjašnjena te je još uvijek mnogo otvorenih pitanja koja zahtijevaju odgovarajući odgovor kako bi se pridonijelo zaštiti investitora donošenjem kvalitetnog regulatornog okvira.

Crowdfunding platforme inicijalno su se počele razvijati kao donacijske platforme ili platforme temeljene na nagradi, gdje pojedinac za učinjeno ulaganje zauzvrat ne očekuje ništa ili očekuje neku manju nagradu, najčešće u obliku proizvoda dok on još nije dostupan širim masama. Prevladava pretpostavka da su pokrovitelji tih *crowdfunding* kampanja pojedinci koji imaju intrinzičnu potrebu pridonijeti razvoju neke ideje ili svoje zajednice. Razvojem vlasničkih *crowdfunding* platformi i platformi temeljenih na zajmovima koji nude financijski poticaj investitoru postaje manje jasna uloga financijskih i nefinancijskih poticaja u motiviranju investitora da sudjeluju u kampanji, osobito sada kada sve veći broj platformi izrasta u hibride koji nude obje opcije potencijalnim investitorima.

Iako se regulatorni okviri znatno razlikuju među zemljama, a velik broj njih još nije ni pristupio regulaciji tog fenomena, brz rast te industrije i sve veći broj sudionika na *crowdfunding* platformama pridonio je i sve većoj pozornosti regulatora, osobito kad je riječ o vlasničkim ulaganjima i kreditiranju putem *online* platformi. Uvođenjem *JOBS Acta* u SAD-u, vlasničke platforme postale su zakonske alternative fondovima rizičnog kapitala u financiranju ranih faza razvoja poduzeća. Kreditne platforme

također su postale popularna alternativa za mala poduzeća kojima je zbog problema asimetričnosti informacija teško doći do bankovnih kredita (BBVA, 2013.). Iako je gotovo nemoguće predvidjeti smjer budućeg razvoja toga zasad alternativnog načina financiranja i znati predstavlja li *crowdfunding* ozbiljnu prijetnju tradicionalnim kanalima, jasno je da poduzeća i pojedinci imaju pristup potencijalno ogromnim količinama kapitala prikupljenim u obliku malih pojedinačnih uplata milijuna ulagača s bilo kojeg mjesta u svijetu.

Cilj je ovog rada analizirati glavne aspekte tržišta *crowdfundinga* te sistematizirati postojeću literaturu o tom fenomenu. U drugom dijelu rada predstavljeni su modeli financiranja putem *crowdfunding* platformi. Motivi sudionika u *crowdfunding* financiranju analiziraju se u trećem, a izazovi i rizici na koje sudionici nailaze u četvrtom dijelu rada. Peti dio donosi kratak pregled regulatornog okruženja. U šestom dijelu izneseni su trendovi u Hrvatskoj, a sedmi donosi zaključak.

2. Modeli financiranja putem *crowdfundinga*

Financiranje putem *crowdfundinga* može se provesti na nekoliko načina. Razlikuju se dva osnovna modela financiranja: (1) financiranje putem investicijskih platformi te (2) financiranje putem platformi baziranih na nagradi i donaciji. U okviru prvog modela financiranja investitori imaju monetarne koristi od ulaganja u *crowdfunding* kampanje, a razlikuju se platforme bazirane na vlasničkom ulaganju, dužničkom ulaganju te platforme bazirane na autorskim pravima. Drugi model financiranja ne nudi ulagačima monetarnu korist od ulaganja; ulagači sudjeluju u kampanji kako bi dobili proizvod ili dali potporu nekoj ideji, a najčešće je riječ o kombinaciji navedenog.

Početak *crowdfundinga* obilježile su platforme bazirane na donacijama, a slijedile su ih platforme bazirane na zajmovima i nagradama. Otada je broj platformi baziranih na zajmovima i nagradama znatno porastao. Tako je u 2014. godini od 16,2 mlrd. USD prikupljenih putem *crowdfunding* platformi 11,08 mlrd. USD prikupljeno putem platformi baziranih na zajmovima (68,4 % ukupnog iznosa), dok je putem platformi baziranih na nagradama i donacijama prikupljeno 3,26 mlrd. USD, putem

vlasničkih platformi 1,1 mlrd. USD, putem hibridnih modela 487 milijuna USD te putem platformi baziranih na autorskim pravima 273 milijuna USD (Massolution, 2015.). Unatoč relativno malom udjelu financijskih sredstava prikupljenih putem vlasničkih platformi, važno je napomenuti da upravo taj model bilježi najveća prikupljena prosječna sredstva po kampanji. Prosječna veličina kampanje na vlasničkim platformama bila je u 2012. godini oko 190.000 USD, u odnosu na prosječnu veličinu kampanje od 1400 USD na donacijskim platformama (Massolution, 2013.).

Većina *crowdfunding* platformi počiva prilikom prikupljanja sredstava na tzv. „sve-ili-ništa“ modelu (engl. *threshold-pledge model*). Taj model podrazumijeva ograničeno vrijeme za prikupljanje sredstava potrebnih za financiranje projekta (npr. nekoliko tjedana ili mjeseci). Može se odrediti fiksni iznos ili raspon unutar kojeg se kampanja smatra uspješnom. Ako nakon protoka predviđenog vremena traženi iznos sredstava nije prikupljen, odnosno nije dosegnuta donja granica financijskog raspona, platforma vraća novac investitorima. Ako je minimum sredstava prikupljen, ona se transferiraju vlasnicima projekta. Model „sve ili ništa“ primjenjuje se kao mjera sigurnosti da bi se spriječio tok novca prema projektima za koje ne postoji dovoljna financijska potpora (European Commission, 2015.).

2.1. Vlasničke platforme (engl. *equity-based crowdfunding*)

Prikupljanje sredstava putem vlasničkih platformi način je financiranja kod kojeg vlasnici projekta predstavljaju projekt javnosti putem *online* platformi, a zainteresirani investitori ulažu u projekt u zamjenu za vlasnički udio u projektu. Poduzetnici traže financiranje najčešće u vrlo ranoj fazi razvoja poduzetničke ideje, tako da se vlasničko *crowdfunding* investiranje može promatrati kao supstitut ostalim oblicima financiranja *startupova* (primjerice, poslovnim anđelima, fondovima rizičnog kapitala i slično). Prinos na investiciju ostvaruje se ponajprije prodajom udjela za cijenu veću od početnog ulaganja. S obzirom na nepostojanje sekundarnog tržišta za vlasnička *crowdfunding* ulaganja, investitor će za ostvarenje svoje kapitalne dobiti najčešće morati pričekati do trenutka kada *startup* postane cilj za preuzimanje od strane veće kompanije ili

kada menadžment počne otkupljivati udjele investitora ili *startup* procesom inicijalne javne ponude počne samostalno kotirati na burzi. Iako je prinos ostvaren putem kapitalne dobiti najčešći, neke kompanije mogu odlučiti isplaćivati dividendu u slučaju da je pothvat profitabilan, ali menadžment ne očekuje znatne stope rasta u budućnosti.

Investitori ulažu u vlasničke udjele na temelju ocjene rizika projekta i procjene očekivanih rezultata projekta. Rizici vlasničkog *crowdfunding* ulaganja su mnogobrojni, posebice kada je riječ o ulaganju u *startup*. Neki su od rizika koje treba razmotriti prilikom vlasničkog ulaganja da pothvat neće ostvariti rast dovoljan za ostvarenje očekivanog prinosa; da pothvat neće biti likvidan te da će sredstva investitora biti duže vezana u projektu (rizik od likvidnosti); rizik od diluiranja („razvodnjavanje“) vlasničke strukture koji se pojavljuje u slučaju novih rundi prikupljanja sredstava.

U sklopu vlasničkih platformi postoji nekoliko različitih mehanizama koji su nastali uglavnom kako bi omogućili prilagodbu različitim regulatornim odredbama u pojedinim zemljama članicama EU-a (European Commission, 2014.). U tom smislu razlikuju se:

- model podjele prihoda/profita – omogućuje investitoru sudjelovanje u prihodima ili profitu *startupa* ili projekta s unaprijed određenim udjelom. Taj je odnos ugovorni te nema realnog vlasništva nad kompanijom/projektom;
- model s ovlaštenikom – treća osoba ima pravo vlasništva u ime *crowdfunding* investitora koji je stvarni vlasnik. Ovlaštenik djeluje ispred svih *crowdfunding* investitora prema vlasniku projekta ili kompanije koja traži financiranje;
- izravno vlasništvo – investitori posjeduju dionice projekta/kompanije u koju su uložili. Glasačka prava povezana s dionicama razlikuju se od platforme do platforme;
- model participacije – investitor ulazi u ugovorni odnos s trećom osobom koja onda investira u ime svih *crowdfunding* investitora u kampanji. Pravo vlasništva potpuno pripada trećoj osobi, kao i sva glasačka prava povezana s vlasništvom;
- konvertibilne obveznice – investitor je inicijalno vlasnik dužničkog instrumenta – obveznice

Čondić-Jurkić, I.

Crowdfunding – što znamo o alternativnom izvoru financiranja?

koja se može pretvoriti u dionicu prema unaprijed dogovorenoj stopi konverzije u trenutku nove runde financiranja ili izlaska na burzu. Najveća je prednost tog instrumenta što se valucija kompanije odgađa za kasniju fazu razvoja, što je posebice pogodno za kompanije s velikim potencijalom, ali neizvjesnom budućnosti.

Primjeri vlasničkih platformi jesu britanska platforma *Crowdcube*, američka platforma *Crowdfunder* te francuska platforma *Smart Angels*. *Crowdcube* izvještava da je do kraja studenoga 2015. godine putem te platforme prikupljeno više od 120 milijuna funti u 345 uspješnih kampanja, u čemu je sudjelovalo oko 233 tisuće investitora. Kao najpopularniji sektori za ulaganje pokazali su se tehnologija, hrana i piće, profesionalne i poslovne usluge, internet i maloprodaja. Prosječna visina uloga iznosila je 1891 funtu. Stopa uspješnosti u 2014. godini bila je 52 % (*Crowdcube*, 2015.). *Crowdfunder* je manja platforma koja je do kraja studenoga 2015. prikupila 320 milijuna dolara privukavši više od 121 tisuću investitora.

2.2. Platforme bazirane na zajmovima (engl. *crowdlending*)

Kod platformi baziranih na zajmovima investitori daju zajam osobi (engl. *peer-to-peer lending*) ili poduzeću, a zauzvrat dobivaju određenu kamatu ako se projekt pokaže uspješnim. Glavna je prednost tog modela za skupljače sredstava to što investitori ne sudjeluju u vlasničkoj glavnici te stoga izostaje učinak dilutiranja vlasničke glavnice za *startup* dioničare. Prinos je u tom modelu dogovoren unaprijed pri čemu investitori dobivaju povrat glavnice i pripadajuću kamatu u mjesečnim isplatama tijekom razdoblja otplate zajma.

Komercijalne banke ponekad oklijevaju pozajmljivati malim i srednjim poduzećima. Imajući na umu asimetričnost informacija, poduzetnici prilikom traženja kredita nužno imaju više informacija o rizičnosti projekta. Zbog nedostatka informacija i visokih troškova analize, kako ne bi donijele krivu odluku i odobrile kredit projektu koji je pretjerano rizičan, nerijetko se dogodi da banke odbiju i dobre i profitabilne projekte jer nemaju informacije o kreditnom riziku poduzetnika, pogotovo u početnom stadiju životnog ciklusa poduzeća. Kod *crowd-*

lendinga kreditni rizik ne preuzima samo jedna kreditna institucija (banka) nego je on raspršen na velik broj investitora koji svojevrijedno odlučuju koji će projekt (kampanju) financirati, uzimajući u obzir svoju razinu tolerancije rizika te ostale čimbenike kao što su uključenost u zajednicu, preferirane industrije, zaštita okoliša i sl. (BBVA, 2013.). Problem asimetričnosti informacija time nije zaobiden, ali *crowdfunding* platforme zaobilaze ga tako što rizik razbija na manje dijelove i razdijele ga tako na potencijalno vrlo velik broj investitora, gdje taj rizik biva dilutiran.

Primjeri platformi temeljenih na zajmu jesu američki *Lending Club*, *Prosper.com*, *Kiva*, *Zopa*.

Lending Club je najveća *peer-to-peer* (p2p) platforma u SAD-u, osnovana 2007. godine. Veličina platforme povećavala se tijekom posljednjih nekoliko godina po stopi do iznad 100 % godišnje. Putem te platforme pozajmljeno je više od pet milijardi USD, pri čemu se investitorima plaća više od 300 milijuna USD u kamatama.

Prosper.com prva je *peer-to-peer* (p2p) platforma osnovana u SAD-u 2006. godine. Platforma ima dva milijuna članova, a putem nje je pozajmljeno više od pet milijardi dolara. *Prosper* omogućuje pozajmljivanje koje je financijski i socijalno nagrađeno. Tražitelji zajma traže između dvije i 35 tisuća dolara, a individualni investitori pozajmljuju 25 dolara u zajam po svojem izboru. *Prosper* servisira zajam u ime zajmoprimatelja i zajmodavatelja. Svrhe zajmova različite su, tako da kampanje uključuju zajmove za konsolidaciju duga i oslobađanje od obveza po kreditnim karticama, zajmove za preuređenje doma, osobne zajmove za poslovnu upotrebu za pokretanje vlastitog posla ili ulaganje u rast, zajmove za kupnju automobila, broda, zajmove za premošćivanje, zajmove za financiranje vjenčanja, zajmove za financiranje putovanja/odmora; zajmove za pokrivanje medicinskih troškova; plaćanje poreznih obveza i slično (*Prosper*, 2015.). Ovisno o kreditnoj sposobnosti i svrsi uzimanja zajma, kamatne stope na zajam kreću se između 5,99 % i 36 % godišnje.

Zopa je najstarija i najveća platforma za *peer-to-peer* kreditiranje u Velikoj Britaniji, osnovana 2005. godine. Od njezina osnutka pozajmljeno je 1,18 milijardi funti putem 150.000 zajmoprimatelja, a u kampanjama je sudjelovalo više od 63.000 investitora. Na svojoj internetskoj stranici oglašavaju kako

nude kredite uz niske kamatne stope bez naknada za prijevremenu otplatu kredita. Posuditi se može iznos od jedne do 25 tisuća funti na razdoblje do pet godina. Kamatna stopa određuje se prema kreditnoj sposobnosti zajmoprimatelja. Investitorima se nudi da ulože svoja financijska sredstva u zajmove od dvije-tri godine uz kamatnu stopu od 3,8 % ili u zajmove ročnosti četiri-pet godina uz kamatnu stopu od 5 %.

U Velikoj Britaniji djeluje i platforma *Kiva*, a dva su primjera iz Francuske: *Spear* i *Babyloan*.

2.3. Platforme bazirane na nagradama

U tipu platformi baziranim na nagradama investitori u zamjenu za uloženi novac dobivaju neku nagradu, najčešće prototip proizvoda prije nego što je predstavljen široj javnosti. Drugim riječima, investitori su zapravo „pretkupci“ proizvoda čiji razvoj podupiru, što smanjuje rizik od gubitaka za inicijatora kampanje. S obzirom na neizvjesnost oko toga hoće li proizvod zadovoljiti ukus investitora (podupiratelja kampanje), financiranje tim putem svojevrsni je indikator buduće potražnje (Rossi, 2014.), ali i potencijala za buduće financiranje nekim drugim (tradicionalnijim) kanalima financiranja (bankovni krediti, fondovi rizičnog kapitala i slično). Za razliku od investiranja putem vlasničkih platformi i onih temeljenih na zajmovima, gdje investitori očekuju financijske prinose na uloženi novac, kod platformi baziranih na nagradama investitori dobivaju opipljive, ali nefinancijske koristi u zamjenu za svoj ulog (Kuppuswamy i Bayus, 2015.). Upravo je ta opipljiva nagrada motivacija većini investitora za sudjelovanje u kampanjama putem tog tipa platformi.

Najvažnije platforme temeljene na nagradama jesu *Kickstarter*, *Indiegogo* i *RocketHub*. *Kickstarter* je američka platforma osnovana 2009. godine s ciljem financiranja projekata kao što su početnički filmovi i glazba, drama, stripovi, videoigre, tehnologija, hrana, moda i dizajn, fotografija, izdavaštvo. Ulagачi u *Kickstarter* projekte financiraju u zamjenu za opipljivo dobro kao recimo završni proizvod, zahvalnice, majice, večeru s inicijatorom kampanje i sl. Do sredine prosinca 2015. godine putem *Kickstartera* je financirano 97.783 kampanja od ukupno 273 tisuće pokrenutih, što podrazumijeva stopu uspješnosti od 36,5 %. Ukupno je uspješno uloženo 1,85

milijardi dolara, a platforma je zabilježila više od 10 milijuna podupiratelja (*Kickstarter*, 2015.).

Indiegogo platforma osnovana je 2008. godine u San Franciscu, u SAD-u, kako bi omogućila prikupljanje sredstava za financiranje *startup* ideja, dobrotvornih kampanja u zamjenu za dar. *Indiegogo* platforma ne naplaćuje prijavu, kreiranje kampanje ni doprinos kampanji, a u slučaju uspjeha kampanje, naplaćuje naknadu od 5 % na visinu prikupljenih sredstava. U 2014. godini pokrenut je *Indiegogo Life* za prikupljanje sredstava za financiranje hitnih slučajeva, troškova liječenja, proslava, vjenčanja i drugih osobnih događaja. *Indiegogo* platforma ne naplaćuje naknadu za upotrebu platforme odnosno sudjelovanje u kampanji (*Indiegogo*, 2015.).

2.4. Platforme bazirane na donacijama

Uloga je donacijskih platformi potpora umjetničkim i humanitarnim kampanjama. Donacijske platforme počivaju na dobrovoljnim priložima prikupljenim za neko javno dobro, pri čemu davatelji sredstava, osim priznanja društva, ne očekuju nikakve financijske ni nefinancijske nagrade za svoj doprinos (*Belleflamme* i suradnici, 2015.). Uspjeh donacijskih platformi mnogome ovisi o tome u kojoj se mjeri poklapaju ukusi i preferencije donatora i tražitelja sredstava. Donacijske platforme mogu biti vrlo pogodne za prikupljanje financijskih sredstava za neprofitne organizacije i nevladine udruge. Međutim, unatoč svojoj fleksibilnosti kod financiranja i učinkovitosti u predstavljanju ciljeva kampanje, donacijske platforme još su uvijek funkcijski daleko od navedenih organizacija, ponajprije zbog nedostatka bliskih veza s institucionalnim partnerima te nedostatka nadzora i revizije.

Najpoznatije donacijske platforme jesu *GoFundMe*, *Crowdrise* i *GivenGain*. *GoFundMe* platforma omogućuje prikupljanje donacija za sebe, prijatelja ili člana obitelji. Nema vremenskog ograničenja kampanje i sav prikupljeni novac odlazi inicijatoru kampanje. Kampanje se odnose na pokrivanje medicinskih troškova, troškova obrazovanja, programe volontiranja i slično. Svaka primljena donacija umanjuje se za 5 % naknade kojom *GoFundMe* pokriva operativne troškove. Također, *GoFundMe* omogućuje prikupljanje priloga u dobrotvorne svrhe (*GoFundMe*, 2015.).

Čondić-Jurkić, I.

Crowdfunding – što znamo o alternativnom izvoru financiranja?

3. Motivi sudionika u crowdfunding financiranju

3.1. Motivi inicijatora kampanje

Odluka kreatora kampanje da potrebna sredstva prikupi putem *crowdfunding* platformi te pritom zaobiđe tradicionalne kanale financiranja proizlazi iz više različitih motiva opisanih u nastavku.

Kreatori kampanja motivirani su za sudjelovanje u *crowdfunding* financiranju kako bi zadržali kontrolu nad svojim projektom umjesto da je prepuste investitorima (Gerber i Hui, 2013.; Agrawal i suradnici, 2013.). Kod tradicionalnih kanala ranog financiranja (poslovni anđeli, fondovi rizičnog kapitala i slično) investitori u zamjenu za financiranje dobivaju udio u vlasničkoj glavnici te imaju moć suodlučivanja o budućnosti projekta. S druge strane, prikupljanjem sredstava putem *crowdfunding* platformi koje počivaju na nagradama i zajmovima, vlasnici projekta i ujedno inicijatori kampanje mogu izbjeći dilutiranje vlasničke glavnice u ranim stadijima životnog ciklusa projekta, s obzirom na različitu prirodu nagrade investitorima. Taj je motiv posebno relevantan za inicijatore kampanja s visokokvalitetnom inovacijom kojima prikupljanje novca putem *crowdfundinga* omogućuje daljnji razvoj proizvoda uz zadržavanje kontrole i obraćanje etabliranim investitorima kasnije kada im je pregovaračka moć veća.

Prikupljanje sredstava putem *crowdfunding* platformi može smanjiti trošak kapitala (Agrawal i suradnici, 2013.). Jedan je od razloga to što kreatori kampanje mogu lakše pronaći najzainteresiranije investitore, bilo za ulaganje u vlasničku glavicu ili za „pretkupnju“ proizvoda. Pronalaženje investitora obavlja se na globalnoj razini putem *online* platformi, za razliku od tradicionalnih kanala financiranja kod kojih je pristup ranom financiranju mnogo više geografski determiniran. Drugi razlog proizlazi iz mogućnosti hibridnih platformi da strukturiraju nagradu tako da zajedno ponude udio u vlasničkoj glavnici i neki drugi oblik nagrade (npr. rani pristup proizvodu, ograničena izdanja proizvoda i slično) te time smanje trošak kapitala „prodajući“ proizvod za koji je inače teško pronaći tržište u ranoj fazi financiranja putem tradicionalnih kanala. Treće, financiranje putem *crowdfunding* platformi generira više informacija o interesu i percepciji investitora, povratne informacije od potencijalnih korisnika i

slično, što može povećati interes ostalih potencijalnih investitora te tako smanjiti trošak kapitala (Agrawal i suradnici, 2013.).

Osim s aspekta utjecaja na smanjivanje troška kapitala, informacije prikupljene putem *crowdfunding* platformi mogu se promatrati i u kontekstu istraživanja tržišta. Belleflamme i suradnici (2014.) te Gerber i suradnici (2012.) smatraju da *crowdfunding* platforme mogu poslužiti za preliminarno istraživanje tržišta. Platforme temeljene na nagradama također pružaju novi kanal prodaje za inovativna mala i srednja poduzeća, ali i kao marketinški alat kako bi se doprlo do potrošača, kako bi ih se informiralo o proizvodu, kako bi se povećala svjesnost potrošača, ali i ispitala njihova spremnost da kupe proizvod (Belleflamme i suradnici, 2014.). Gerber i Hui (2013.) ističu da *crowdfunding* za razliku od ostalih tradicionalnih marketinških kanala omogućuje brz alternativni način za oglašavanje proizvoda i stvaranje baze podupiratelja.

Lambert i Schwenbacher (2010.) istražuju motive poduzetnika za financiranje svojih investicija putem *crowdfundinga*. Istraživanje je provedeno nad 21 poduzetnikom. Rezultati istraživanja pokazali su kako je za sve ispitanike velik motiv bio prikupljanje financijskih sredstava, a kao važni motivi pokazali su se i privlačenje pozornosti javnosti te dobivanje povratne informacije o proizvodu/usluzi. Mnogi ispitanici kombinirali su *crowdfunding* s ostalim tradicionalnim izvorima financiranja (vlastita sredstva, posuđena sredstva od članova obitelji i prijatelja, poslovnih anđela, državne potpore). Lambert i Schwenbacher (2010.) također su proveli analizu slučaja poduzeća koje se koristilo *crowdfunding* metodama te na temelju upitnika i intervjua s vlasnikom poduzeća zaključuju kako je, osim prikupljanja financijskih sredstava, snažan motiv za sudjelovanje u *crowdfundingu* bilo i umrežavanje s podupirateljima kampanje.

Uz već navedene motive kao što su prikupljanje sredstava, želja za zadržavanjem kontrole, povećanje svjesnosti potrošača te uspostavljanje i širenje socijalnih mreža, Gerber i Hui (2013.) ističu dodatne motive kao što su potreba inicijatora kampanje za odobravanjem njih i njihova rada te učenje. Zaključuju da se vrlo često broj podupiratelja kampanje i iznos prikupljenih sredstava doživljavaju kao kvantifikacija vrijednosti nekog projekta. Javno

ohrabrenje putem interneta i financijska potpora reflektiraju potporu šire skupine ljudi, što posljedično pozitivno utječe na samopouzdanje kreatora da dovrši projekt (Lin i suradnici, 2012.). U nekim slučajevima potreba za osjećajem da ga se podupire bila je čak važnija kreatoru kampanje nego potreba da se prikupi određeni novčani iznos. Zadržavanje kontrole povezano s *crowdfunding* financiranjem često primorava inicijatora kampanje na učenje i stjecanje vještina u područjima izvan njegova profesionalnog kruga. Gerber i Hui (2013.) zaključuju da su, iako ispočetka nisu bili motivirani za učenje, inicijatori kampanja pokazali spremnost za poboljšanje vještina iz područja marketinga, komunikacija, menadžmenta, analize rizika i financijskog planiranja kako bi učinkovitije prikupljali sredstva u budućnosti. Važno je napomenuti da stavljanje projekta na *crowdfunding* platformu podrazumijeva obraćanje širem auditoriju te stoga taj vid financiranja zahtijeva i odgovarajuće predstavljanje vlastitog rada kako bi se privukao što veći broj potencijalnih investitora.

3.2. Motivi investitora

Kleeman i suradnici (2008.) ističu kako sudionici *crowdfunding* kampanja imaju ili intrinzičnu potrebu za sudjelovanjem ili ekstrinzičnu motivaciju. Intrinzična motivacija odnosi se na osjećaj užitka i zabave, dok je ekstrinzična motivacija uvjetovana nagradama, bilo monetarnog ili nemonetarnog karaktera. Lambert i Schwiendbacher (2010.) sugeriraju da mnogi projekti koji su financirani putem *crowdfunding* platformi ne nude nagradu investitorima, nego su financirani donacijama te stoga intrinzični faktori često imaju važnu ulogu kod odluke o financijskoj potpori nekoj *crowdfunding* kampanji.

Gerber i Hui (2013.) analiziraju ponašanje investitora koji ulažu u projekte na platformama temeljenima na nagradama te zaključuju kako su glavni motivi za ulaganje novca u *crowdfunding* projekt želja za nagradom, želja da se pomogne, potreba da budu član zajednice te želja da podupru neku ideju. Utoliko što želja za pobiranjem nagrade predstavlja interes pojedinca da među prvima dobije neku eksternu nagradu, bilo u obliku opipljivog proizvoda, priznanja ili iskustva, taj motiv može se smatrati ekstrinzičnim financijskim motivom, dok se ostali motivi smatraju intrinzičnim. Motiv da se pomogne drugima reflektira želju za „davanjem“ drugima

s ciljem da se pomogne onim kreatorima s kojima investitori osjećaju osobnu povezanost. Osim podupiranja individualnih inicijatora kampanje, *crowdfunding* omogućuje investitorima da se osjećaju kao dio zajednice istomišljenika te da potpomognu neku ideju u skladu sa svojim osobnim uvjerenjima.

Burtch i suradnici (2013.) ispituju proces donošenja odluka kod potrošača u *crowdfunding* okruženju. Rezultati studije pokazuju da su prilozi podložni učinku istiskivanja, gdje investitori doživljavaju smanjenje svoje marginalne korisnosti od svoje uplate kada je ona od manje važnosti za primatelja, što sugerira da su *crowdfunding* investitori primarno motivirani altruizmom.

Do sličnih rezultata došli su i Kuppuswamy i Bayus (2013.), koji ističu kako mnogi potencijalni investitori ne daju doprinos projektu koji je već prikupio dovoljno potpore jer pretpostavljaju da će ostali investitori omogućiti potrebno financiranje. Ipak, učinak difuzije odgovornosti smanjuje se kako se kampanja približava kraju, a kreatori podnose završne molbe kako bi kampanja bila uspješna pa je tako u zadnjim tjednima kampanje primjetan porast potpore investitora. To također sugerira intrinzičnu prirodu motiva investitora da sudjeluju u pojedinim kampanjama.

Cholakova i Clarysse (2015.) istražuju mehanizme koji navode pojedince da sudjeluju i ulažu novac u projekte na *online* platformama te u kojoj mjeri financijski odnosno nefinancijski motivi određuju odluku o ulaganju. Njihovo istraživanje provedeno je nad svim registriranim investitorima na najvećoj vlasničkoj platformi u Nizozemskoj – *Symbidu*. S obzirom na to da platforma nudi ulaganja u vlasničku glavnice, projekte koje nude nagradu te hibridne modele financiranja, investitori registrirani na platformi bili su izloženi svim navedenim modelima. Za razliku od prethodnih, rezultati ovog istraživanja pokazali su kako je vlasničko ulaganje, kao i ulaganje u zamjenu za nagradu, motivirano ponajprije financijskim razlozima odnosno korisnošću, a manje nefinancijskim razlozima koji izgleda igraju tek sekundarnu ulogu u odluci o investiranju. To otkriće važan je signal kreatorima kampanja, s obzirom na to da je za uspješnost kampanja očito potrebno ponuditi atraktivne nagrade investitorima. Autori također otkrivaju da su ulagači na vlasničkim platformama zainteresirani i za ulaganje u zamjenu za

Čondić-Jurkić, I.

Crowdfunding – što znamo o alternativnom izvoru financiranja?

Čondić-Jurkić, I.

Crowdfunding – što znamo o alternativnom izvoru financiranja?

nagradu/proizvod projekta u koji su vlasnički uložili, što sugerira da je oportuno za projekte imati dualnu strategiju za crowdfunding platforme. Takvu strategiju već je omogućio Crowdcube, koji ulagačima ne nudi samo udio u vlasničkoj glavnici nego i neke nenovčane dobiti.

Kako je industrija crowdfundinga u Hrvatskoj još uvijek u povojima, vrijedan doprinos predstavlja istraživanje Nikoline Jakovljević o motivaciji za sudjelovanje hrvatskih građana u crowdfunding kampanjama (Crowdfunding.hr, 2015.). Jakovljević je provela online anketno istraživanje kako bi ispitala u kojoj se mjeri motivacije hrvatskih potrošača razlikuju u odnosu na do sada provedena istraživanja o motivaciji u grupnom financiranju. Rezultati istraživanja pokazuju da dobivanje opipljivog proizvoda kao rezultata ulaganja u neku kampanju grupnog financiranja ima pozitivan utjecaj na namjeru financiranja i općenito se smatra glavnim razlogom uključivanja u kampanju. Čak 83 % ispitanika navodi inovativnost projekta kao motiv ulaganja, 60 % ispitanika motivira osobna korist, a 58,7 % njih motivirano je zabavom. Ipak, većina ispitanika (71,7 %) navodi kako im je važnija motivacija pomaganje organizatoru da projekt uspije nego samo dobivanje nagrade, a 55,3 % ispitanika navodi kako im dobivanje materijalnih nagrada nije presudno u financiranju kampanje. Više od 90 % ispitanika navodi kako bi financiralo projekt ako je on dobar za zajednicu. Jakovljević potvrđuje navode iz literature o utjecaju drugih sudionika na odluku – *herd behavior*. Naime, 30 % ispitanika navodi da količina već prikupljenih informacija utječe na odluku o ulaganju, 33 % njih uzima u obzir mišljenje drugih, a 36,5 % financirat će neku kampanju ako je to već učinio velik broj sudionika.

4. Izazovi za sudionike

Unatoč navedenim pozitivnim stranama crowdfundinga, i sa stajališta inicijatora kampanje i investitora, taj vid financiranja donosi i određene izazove za obje strane.

4.1. Zaštita intelektualnog vlasništva inicijatora kampanje

Za razliku od tradicionalnih modela financiranja, gdje poduzetnik otkriva informacije o projektu samo profesionalnim ulagačima, kod crowdfundinga

ga dolazi do otkrivanja inovativne ideje široj javnosti, uključujući konkurenciju, putem online platformi, i to prije nego što proizvod izađe na tržište (Agrawal i suradnici, 2013.). Otkrivanje inovativnog proizvoda na taj način posebice je neprivačno za poduzetnike čiji su proizvodi pogodni za imitaciju. Otkrivanje previše informacija široj javnosti u ranoj fazi razvoja proizvoda nije rizično samo s aspekta imitacije, nego i s aspekta ugrožavanja mogućnosti zaštite intelektualnog vlasništva patentiranjem (Turan, 2015.) i smanjivanja pregovaračke pozicije s potencijalnim proizvođačima i dobavljačima.

4.2. Oportunitetni trošak

Odluka poduzetnika da novac za svoj poduzetnički pothvat pribavi od širokih masa putem crowdfunding platformi, a ne od profesionalnih investitora ima oportunitetni trošak izostanka nefinancijskih pozitivnih učinaka koji postoje u slučaju financiranja od strane poslovnih anđela i fondova rizičnog kapitala. Ti tradicionalni modeli financiranja donose osim kapitala i dodatnu vrijednost poduzetniku u obliku industrijske ekspertize, monitoringa, širenja profesionalne mreže i statusa (Hsu, 2004.), što nije slučaj kada se pothvat financira putem crowdfunding platformi.

4.3. Upravljanje odnosima s investitorima

S obzirom na to da se putem crowdfunding platformi novac prikuplja od mnogo investitora čiji su individualni doprinosi relativno maleni, upravljanje odnosima s investitorima može biti zahtjevna zadaća koja oduzima vrijeme za daljnje razvijanje projekta.

4.4. Rizik od neuspjeha kampanje

Ako se poduzetnik odluči za model financiranja „sve-ili-ništa“ te ciljni iznos novca nije prikupljen do isteka kampanje, ostaje praznih ruku unatoč velikom trudu i vremenu potrošenom za stvaranje i oglašavanje kampanje te komuniciranje s investitorima.

4.5. Odabir platforme

Platforme se međusobno razlikuju po načinu djelovanja, naknadama koje obračunavaju, tipu potpore korisnicima, atraktivnosti za pojedine vrste kampanja i „miksi“ ulagača koje privlače oglašenim kampanjama. Turan (2015.) upozorava kako dopuštanje najveštim ulagačima sudjelovanje u kampanjama s

tzv. „glupim novcem“ (engl. *dumb money*) te mnoštvo disperziranih malih ulagača može „udaljiti“ potencijalne profesionalne investitore koji bi bili spremni omogućiti daljnje financiranje u budućnosti. Odabir platforme može umnogome utjecati na uspješnost kampanje, strukturu i sofisticiranost ulagača te na ukupni iznos prikupljenih sredstava.

4.6. Buduće financiranje

Crowdfunding platforme mogu izrazito pridonijeti prepoznatljivosti projekta u javnosti, no s druge strane pridonose velikoj izloženosti projekta u formativnoj i stoga ranjivoj fazi (Turan, 2015.). Poduzetnički pothvati koji se financiraju putem *crowdfunding* platforma uglavnom su premali za izlazak na dioničko tržište u inicijalnoj javnoj ponudi te su mogućnosti budućeg financiranja znatno ograničene (Hornuf i Schwiabacher, 2014.).

4.7. Izloženost ulagača rizicima

Ulađači koji sudjeluju u *crowdfunding* kampanjama izloženi su raznim rizicima, među kojima se izdvajaju rizik projekta, rizik od prevare, isporuke, dilutiranja vlasništva i rizik od likvidnosti.

Ocjena rizicnosti *startup* projekta inače je vrlo težak zadatak i kada ga rade profesionalni investitori, s obzirom na to da se takve vrste projekata više oslanjaju na ljudski kapital, a manje na fiksnu imovinu u generiranju budućih novčanih tokova. Kod *crowdfunding* projekata, gdje velik broj ulagača ulaže relativno malen iznos, teško je za očekivati snažnu motivaciju investitora da se provede kvalitetna *due diligence* analiza. Izrada takve analize podrazumijeva odgovarajuća znanja i vještine, usto je skupa i vremenski zahtjevnija, a individualna korist relativno je malena. U nedostatku kvalitetne ocjene rizicnosti, nastalom i zbog asimetričnosti informacija, investitori mogu postati preoptimistični u pogledu očekivanih stopa povrata, što dovodi do krivih investicijskih odluka.

Prevelika optimističnost i nevjestost investitora ne dovodi samo do krivih investicijskih odluka nego oni mogu postati objektima prevare kreatora lažnih kampanja.

Dosadašnja iskustva pokazuju da investitori u pravilu vrlo optimistično percipiraju sposobnost kreatora kampanje da provede u stvarnost obećanje iz kampanje. Međutim, često se događa da kreatori

kampanje imaju dobre ideje, ali malo iskustva u stvaranju i proizvodnji proizvoda te logističkim i organizacijskim poslovima. Projekti čije su kampanje na *crowdfunding* platformama bile uspješne često kasne s obećanom isporukom proizvoda, imaju problema u zadovoljavanju potražnje za proizvodom, a ponekad uopće ni ne dođe do isporuke.

Razvodnjavanje vlasništva događa se ako kompanija izda nove dionice, a postojeći dioničari ne sudjeluju u novom izdanju. Kod tradicionalnih metoda financiranja poslovni anđeli i fondovi rizičnog kapitala često ugovore stavku koja ih štiti od dilutiranja njihova vlasništva. Također, investitori na vlasničkim platformama trebali bi biti svjesni različitih klasa običnih dionica, koje posljedično rezultiraju i različitim pravima.

Poduzetnički pothvati koji se financiraju putem *crowdfunding* platformi uglavnom su premali za izlazak na dioničko tržište putem inicijalne javne ponude te stoga s aspekta investitora sadržavaju visok rizik od likvidnosti u slučaju da investor poželi izaći iz projekta i unovčiti svoj ulog u nekom trenutku.

5. Regulatorni okvir

Stupanj regulacije *crowdfunding* financiranja razlikuje se znatno među pojedinim zemljama. Dok su neke podmakle u uređivanju zakonodavnog okvira, u nekim zemljama još se ni ne raspravlja o tome.

Kako bi se iskoristio potencijal podjele rizika na velik broj sudionika koji *crowdfunding* nudi te olakšao pristup kapitalu, pogotovo za *startupe* i mala poduzeća kojima je teško doći do njega konvencionalnim kanalima financiranja, a pritom zaštitili neiskusni ulagači, pogotovo kad je riječ o vlasničkom ulaganju ili kreditiranju, potrebno je poraditi na zakonodavnom okviru koji će smanjiti rizik od solventnosti i likvidnosti za ulagače. Kreiranje posebnog zakonodavnog okvira trebalo bi se kretati u smjeru snažnijeg diferenciranja različitih tipova platformi i inzistiranja na transparentnosti i smanjenju zasad snažno prisutne asimetričnosti informacija te pronalaženju načina kako porezno tretirati *crowdfunding* financiranje.

Do potrebe zaštite ulagača od većine rizika spontano dolazi na razini platformi koje u cilju zaštite svoje reputacije uvode niz pravila o zaštiti interesa ulagača. Platforme trenutno posluju imajući u

Čondić-Jurkić, I.

Crowdfunding – što znamo o alternativnom izvoru financiranja?

Čondić-Jurkić, I.

Crowdfunding – što znamo o alternativnom izvoru financiranja?

vidu postojeće zakonodavstvo koje se tiče potrošačkog kreditiranja, zaštitu potrošača, zakone koji reguliraju kupnju i prodaju vrijednosnih papira, platni promet te zaštitu intelektualnog vlasništva.

U uobličavanju regulatornog okvira najdalje je odmaknuo SAD, suočen sa slabim stopama ekonomskog rasta nakon krize započete 2007. godine. Donošenjem *JOBS Acta* (engl. *Jump-start Our Business Start-ups Act*) 2012. godine nastojalo se potaknuti poduzetničke aktivnosti i olakšati pristup financiranju kako bi se ubrzao ekonomski oporavak (Kaufmann, 2013.). Dominantna motivacija za donošenje tog zakona bila je zaštita investitora. Zakon zahtijeva specificiranje minimalnog iznosa potrebnog za provedbu projekta kako bi se spriječilo inicijatore kampanja da uzmu prikupljeni iznos kapitala od investitora unatoč tome što taj iznos nije dovoljan da bi se projekt proveo u djelo.

Nadalje, *JOBS Act* nalaže registraciju kod tijela *Security and Exchange Commission* (SEC) prilikom izdavanja vrijednosnica, što je uglavnom skupa i zahtjevna procedura. Registracija nije potrebna ako je *crowdfunding* platforma temeljena na donacijama ili nagradama te nema nikakve ponude vrijednosnica široj javnosti (Hazen, 2012.).

Za razliku od prikupljanja financijskih sredstava u okviru obične inicijalne javne ponude, koja zahtijeva objavu niza podataka o izdavatelju vrijednosnica, objavljanje podataka u *crowdfunding* kampanji manje je obuhvatno, no ipak zahtijeva iznošenje imena i adrese izdavatelja, identitet menadžera kampanje, poslovni plan, financijske izvještaje, strukturu financiranja, iznos koji se namjerava prikupiti *crowdfunding* kampanjom, namjenu prikupljenih sredstava, cijenu vrijednosnice te rok do kojeg treba prikupiti željena sredstva, a ako se ukupan traženi iznos sredstava ne prikupi u navedenom roku, izdavatelj ne može povući ni onaj iznos koji je prikupljen (Danmayr, 2014.).

Iznos ponude vrijednosnica ograničen je na 1 milijun USD. Iako zakon ne propisuje tko sve može ulagati putem *crowdfunding* platforme, potencijalni ulagači moraju položiti ispit financijske pismenosti.

Dok je zakonodavna regulativa u SAD-u poprilično napredovala, rascjepkanost financijskih tržišta u Europi onemogućuje donošenje jednog takvog jedinstvenog akta na razini Europske unije.

Europska komisija u svojoj je Komunikaciji Europskom parlamentu krajem 2012. godine predložila niz mjera kako bi se osigurao lakši pristup financiranju, posebice malim i srednjim poduzećima iz industrijskog sektora. Jedna skupina mjera odnosi se na potporu javnog sektora (Novo programiranje Višegodišnjeg financijskog okvira za 2014. – 2020. te upotreba kohezijskih i strukturalnih fondova ojačana konceptom „pametne specijalizacije“ s ciljem postizanja visokih stopa rasta i stvaranjem novih radnih mjesta), dok se druga skupina mjera odnosi na olakšavanje pristupa tržištu kapitala (oživljavanje tržišta sekuritizacije kredita malim i srednjim poduzećima, stvaranje povoljnijeg okvira za poslovanje fondova rizičnog kapitala; dinamiziranje sustava „privatnog plasmana“ koji bi omogućio osiguravajućim društvima i mirovinskim fondovima izravno ulaganje kapitala te dinamiziranje *asset-based* financiranja, *factoringa*, *leasinga*, financiranja od strane poslovnih anđela te *peer-to-peer* kreditiranja). Iako Europska komisija prepoznaje potrebu dinamiziranja *peer-to-peer* kreditiranja, tj. *crowd-lending*, vidljivo je da nijedna skupina mjera ne uključuje *equity crowdfunding* kao inovativni model koji bi mogao potaknuti europsko poduzetništvo. Jasno je kako dinamiziranje tog načina financiranja zahtijeva vrijeme i razvoj prudencijalnih okvira od strane regulatora, no s obzirom na rastući interes sudionika na tržištu, svakako bi ga trebalo uzeti u obzir prilikom redizajna financijskog sustava. Europska komisija u lipnju 2014. godine osnovala je *European Crowdfunding Stakeholder Forum* koji će joj pomoći u prikupljanju informacija i osmišljavanju treninga za poduzetnike te donošenju novih politika i mjera s ciljem harmoniziranja nacionalnih regulativa. Promoviranje *crowdfunding* mogućnosti te detektiranje kako taj model financiranja odgovara financijskim sustavima EU-a glavna je zadaća tog Foruma, a donošenje novog regulatornog okvira zasad, čini se, nije u planu (Cuesta i suradnici, 2015.).

Iako ne postoji jedinstvena regulativa na razini Europske unije, pojedine zemlje prionule su same donošenju regulatornog okvira. Italija je prva europska zemlja koja je 2013. godine regulirala ulaganja putem vlasničkih platformi. *Startup* poduzeća koja žele prikupljati kapital putem *online* vlasničkih platformi moraju imati sjedište u Italiji i moraju potpadati pod kategoriju inovativnih poduzeća (poduzeća koja udovoljavaju nizu specifičnih

zahtjeva, uključujući snažnu tehnološku osnovicu i važne investicije u istraživanje i razvoj).

Velika Britanija regulira financiranje putem *crowdfunding* platformi temeljenih na zajmovima i vlasničkih platformi od kolovoza 2014. godine (Financial Conduct Authority, 2015.). Sličnu vrstu regulacije u 2014. uvele su i Njemačka, Francuska i Španjolska.

6. Crowdfunding u Hrvatskoj

Dok su pojedine zemlje Europske unije u većoj ili manjoj mjeri regulirale financiranje putem *crowdfunding* platformi, u Hrvatskoj ne postoje posebni zakonski propisi koji bi zasebno regulirali taj rastući alternativni model financiranja.

U 2014. godini osnovana je prva hrvatska *crowdfunding* platforma za financiranje poduzetničkih, infrastrukturnih i društveno korisnih projekata – *Croinvest.eu*. Platforma omogućuje pet modela financiranja (donacije, nagrade, zajmove, vlasničke udjele i udjele u dobiti). Ti modeli prilagođeni su postojećoj hrvatskoj pravnoj regulativi iz područja trgovačkih društava, obveznih odnosa, poreza na dohodak i dobit, platnog prometa i ostalih područja pa je tako putem platforme moguće darovati novac, uplatiti novac u zamjenu za stvar ili uslugu s početkom u točno određeno vrijeme, pozajmiti novac u obliku beskatnatnog ili kamatnog investicijskog zajma na točno određeno vrijeme, uložiti novac u zamjenu za vlasnički udio u društvu s ograničenom odgovornošću ili zadržati te uložiti novac u zamjenu za udio u dobiti sklapanjem ugovora o tajnom društvu (Croinvest.eu, 2015.). Platforma potiče povezivanje *crowdfundinga* i tradicionalnih načina financiranja te predstavlja velik doprinos pristupu kapitalu za *startup* poduzeća. Poticanjem javne rasprave o *crowdfundingu* platforma pridonosi i širenju svijesti o toj vrsti financiranja u Hrvatskoj. Platforma nudi i preporuke zakonodavcu za uređenje tržišta *crowdfundinga* u Hrvatskoj.

Za sada ne postoje sveobuhvatni kvalitetni podaci o tome koliko je hrvatskih građana sudjelovalo na svim *crowdfunding* kampanjama kao investitori (podupiratelji) ili inicijatori kampanja te koja je stopa uspješnosti. *Kickstarter* je objavio podatke za 2014. godinu iz kojih je vidljivo da je na toj platformi u 2014. godini sudjelovalo 1382 hrvatskih *backera* koji su poduprli razne projekte s ukupno

188.700 američkih dolara. Hrvatski investitori u prosjeku su uložili oko 850 kuna za financiranje *Kickstarter* projekata, dok svjetski prosjek iznosi 995 kuna po *backeru* (*Kickstarter*, 2015.).

Stoga je posebno vrijedna inicijativa *Croinvest.eu* platforme da pokrene *CROWdfunding* registar koji ima za cilj obuhvatiti podatke (nositelj projekta, naziv projekta, skraćeni opis projekta, zatražena svota novca, sakupljena svota novca, broj podupiratelja, *crowdfunding* platforma koja je upotrijebljena ili koja se namjerava upotrijebiti, datum početka i završetka kampanje) o svim hrvatskim *crowdfunding* kampanjama pokrenutima ili u pripremi za pokretanje na raznim svjetskim platformama.

Unatoč postojanju nekoliko stručnih blogova i rastu interesa hrvatske javnosti za sudjelovanje na *crowdfunding* platformama, razina svijesti o tom obliku prikupljanja sredstava još je uvijek relativno malena te ima mnogo prostora za upoznavanje javnosti s mogućnostima financiranja kreiranjem *crowdfunding* kampanje. Posebice važno bilo bi podizanje razine svijesti malih poduzetnika o potencijalima te industrije, s obzirom na to da su upravo oni podnijeli velik teret krize. Istraživanje Ekonomskog instituta u Zagrebu (2014.) pokazalo je da su otežan pristup financijskim sredstvima i skup kapital glavni ograničavajući čimbenici poduzećima kod donošenja investicijskih odluka. Tim problemom poglavito su pogođena mala poduzeća i *start-upovi*, kojima je svojstven veći rizik, no koji s druge strane svojom inovativnošću i novim idejama stvaraju dinamično gospodarsko okruženje. Budući gospodarski rast umnogome će ovisiti o dostupnosti kapitala za potrebne investicije u nove tehnologije i opremu kako bi se povećala razina konkurentnosti te u tom kontekstu ne treba zanemariti potencijal *crowdfunding* platformi putem kojih poduzeća i pojedinci imaju pristup potencijalno ogromnim količinama kapitala prikupljenim u obliku malih pojedinačnih uplata milijuna ulagača s bilo kojeg mjesta u svijetu.

7. Zaključak

Crowdfunding je alternativni način financiranja projekata kod kojeg se novčani prilozii, najčešće vrlo male vrijednosti, prikupljaju od velikog broja ljudi putem *online* platformi kako bi se dala potpora nekoj poduzetničkoj ideji. Riječ je o industriji koja u posljednjih nekoliko godina bilježi snažne stope

Čondić-Jurkić, I.

Crowdfunding – što znamo o alternativnom izvoru financiranja?

rasta. Iako su počeci *crowdfunding* platformi povezani s intrinzičnom motivacijom sudionika da pridonese nekoj ideji ili razvoju nečijeg projekta koji im se osobno sviđa, razvojem vlasničkih *crowdfunding* platformi i platforma baziranih na zajmovima na važnosti dobivaju ekstrinzični motivi. Prilikom analize tržišnih mehanizama, važno je istaknuti pojavu određenih nesavršenosti koje se reflektiraju u signaliziranju i „ponašanju krda“. Osim izvanrednih prilika za pristup kapitalu malim i srednjim poduzetnicima, *crowdfunding* financiranje donosi

i mnogo izazova i rizika, i za inicijatora (kreatora) kampanje i za investitore. U cilju poticanja *crowdfunding* financiranja, boljeg suočavanja s potencijalnim rizicima i zaštite sudionika na *crowdfunding* platformama, pojedine zemlje uredile su zakonodavni okvir za taj model financiranja. Europska unija za sada nije donijela jedinstvena pravila za *crowdfunding*, no planira to učiniti kako bi smanjila mogućnost prijevare te riješila problem različitih vrsta plaćanja i nacionalnih ograničenja.

Literatura

Agrawal, A. K., Catalini, C., Goldfarb, A. (2013) Some simple economics of crowdfunding, NBER Paper No 19133.

BBVA Research (2013) Crowdfunding: A Disruptive Technology for Commercial Banks, US Economic Outlook, Second Quarter 2013. Dostupno na: https://www.bbva.com/KETD/fbin/mult/1306_EEUUOutlook_2Q13_tcm348-392269.pdf?ts=172013 [24. 11. 2015.].

Belleflamme, P., Lambert, T., Schwienbacher, A. (2014) Crowdfunding: Tapping the Right Crowd. *Journal of Business Venturing*, 29 (5): 585-609.

Belleflamme, P., Omrani, N., Peitz, M. (2015) The economics of crowdfunding platforms. *Information Economics and Policy*, 33: 11-28.

Burtch, G., Ghose, A., Wattal, S. (2013) An Empirical Examination of the Antecedents and Consequences of Contribution Patterns in Crowd-Funded Markets, *Information Systems Research*. Dostupno na: SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1928168> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1928168> [24. 11. 2015.].

Cholakova, M., Clarysse, B. (2015) Does the Possibility to Make Equity Investments in Crowdfunding Projects Crowd Out Reward-Based Investments? *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39 (1): 145-172.

Croinvest.eu (2015) Modeli financiranja. Dostupno na: <http://croinvest.eu/modeli-financiranja/> [10. 12. 2015.].

Crowdcube (2015) Crowdcube Infographic. Dostupno na: <https://www.crowdcube.com/infographic> [29. 11. 2015.].

Cuesta, C., Fernández de Lis, S., Roibas, I., Rubio, A., Ruesta, M., Tuesta, D., Urbiola, P. (2015) Crowdfunding in 360: alternative financing for the digital era; Digital Economy Watch, BBVA Research (2015). Dostupno na: https://www.bbva.com/wp-content/uploads/2015/02/Crowdfunding_Watch.pdf [24. 11. 2015.].

Danmayr, F. (2014) Archetypes of Crowdfunding Platforms: A Multidimensional Comparison, Springer Gabler, Wiesbaden, 2014.

Ekonomski institut (2014) Kako pobuditi rast hrvatskog gospodarstva?, studija. Dostupno na: <http://www.eizg.hr/hr-HR/Klub-Ekonomsog-instituta-685.aspx> [24. 11. 2015.].

European Commission (2014) Crowdfunding innovative ventures in Europe: The financial ecosystem and regulatory landscape, Final report, A study prepared for the European Commission DG Communications Networks, Content & Technology by: SpaceTec Capital Partners GmbH.

European Commission (2015) Crowd-Funding, Magazine, Social Innovation Europe. Dostupno na: <https://webgate.ec.europa.eu/socialinnovationeurope/en/magazine/finance/special-features/crowd-funding> [29.

11. 2015.].

Financial Conduct Authority (2015) A review of the regulatory regime for crowdfunding and the promotion of non-readily realisable securities by other media. Dostupno na: <http://www.fca.org.uk/static/documents/crowdfunding-review.pdf> [5. 12. 2015.].

Gerber, E. M., Hui, J., Kuo, P. Y. (2012) Crowdfunding: Why People Are Motivated to Post and Fund Projects on Crowdfunding Platforms. Dostupno na: http://www.juliehui.org/wp-content/uploads/2013/04/CSCW_Crowdfunding_Final.pdf [24. 11. 2015.].

Gerber, E., Hui, J. (2013) Crowdfunding: Motivations and Deterrents for Participation, Transactions on Human Computer Interactions, 2013. Dostupno na: http://egerber.mech.northwestern.edu/wp-content/uploads/2012/11/Gerber_Crowdfunding_MotivationsandDeterrents.pdf [24. 11. 2015.].

GoFundMe (2015) Common Questions. Dostupno na: <https://www.gofundme.com/questions/> [29. 11. 2015.].

Hornuf, L., Schwienbacher, A. (2014) Crowdfunding – angel investing for the masses? Handbook of Research on Venture Capital, Vol. 3.

Hsu, D. (2004) What do entrepreneurs pay for venture capital affiliation? *Journal of Finance*, 59: 1805–1844.

Indiegogo (2015) How much does Indiegogo cost? Fees & Pricing. Dostupno na: <https://support.indiegogo.com/hc/en-us/articles/204456408-Fees-Pricing> [10. 12. 2015.].

Kickstarter (2015) The Kickstarter Fulfillment Report. Dostupno na: <https://www.kickstarter.com/fulfillment> [10. 12. 2015.].

Kleemann, F., Voss, G., Rieder, K. (2008) Un(der)paid Innovators: The Commercial Utilization of Consumer Work through Crowdsourcing. *Science, Technology & Innovation Studies*, 4: 5-26.

Kuppuswamy, V., Bayus, B. L. (2015) Crowdfunding Creative Ideas: The Dynamics of Project Backers in Kickstarter, UNC Kenan-Flagler Research Paper No. 2013-15. Dostupno na: <http://ssrn.com/abstract=2234765> ili <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2234765> [24. 11. 2015.].

Lambert, T., Schwienbacher, A. (2010) An Empirical Analysis of Crowdfunding. Dostupno na: <http://www.crowdsourcing.org/document/an-empirical-analysis-of-crowdfunding-/2458> [24. 11. 2015.].

Lin, M., Prabhala, N. R., Viswanathan, S. (2012) Judging borrowers by the company they keep: Friendship networks and information asymmetry in online peer-to-peer lending. *Management Science*, 59 (1): 17-35.

Massolution (2013) The Crowdfunding Industry Report, 2013CF.

Massolution (2015) The Crowdfunding Industry Report, 2015CF.

Prosper.com, Personal Loans with Great Rates. Dostupno na: <https://www.prosper.com/loans/> [10. 12. 2015.].

Turan, S. S. (2015) Financial Innovation – Crowdfunding: Friend or Foe? *Procedia – Social and Behavioral Sciences*, 195: 353-362.

Čondić-Jurkić, I.

Crowdfunding – što znamo o alternativnom izvoru financiranja?