Crowdfunding – hrvatska pravna perspektiva i usporedba s drugim izvorima financiranja

Đurđenić, Katarina

Source / Izvornik: **Odabrani prijevodi, 2017, 8, 1 - 24**

Journal article, Published version
Rad u časopisu, Objavljena verzija rada (izdavačev PDF)

https://doi.org/10.3326/op.47

Permanent link / Trajna poveznica: https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:242:402516

Rights / Prava: Attribution-NonCommercial-NoDerivatives 4.0 International/Imenovanje-Nekomercijalno-Bez prerada 4.0 međunarodna

Download date / Datum preuzimanja: **2024-04-25**

Repository / Repozitorij:

Institute of Public Finance Repository

DIGITALNI AKADEMSKI ARHIVI I REPOZITORIJI

Institut za javne financije

Smičiklasova 21 | Zagreb
www.ijf.hr | ured@ijf.hr

ODABRANI PRIJEVODI

BR. 47

2017.

ISSN 1847-7445
doi: 10.3326/op

citirati:
Đurđenić, K., 2017. Crowdfunding – Croatian legal perspective and comparison to other sources of financing. *Public Sector Economics*, 41(2), str. 259-287.
doi: 10.3326/pse.41.2.5

CROWDFUNDING – HRVATSKA PRAVNA PERSPEKTIVA I USPOREDBA S DRUGIM IZVORIMA FINANCIRANJA

MAG. IUR. KATARINA ĐURĐENIĆ*

ČLANAK**
JEL: G15, G18, K22, M31, O30
doi: 10.3326/op.47

SAŽETAK

Crowdfunding je novi način financiranja ideja prikupljanjem manjih iznosa novca od velikog broja ljudi, obično putem interneta. Većina zemalja nema posebnu zakonsku regulativu koja uređuje crowdfunding, ali neke zemlje poput Sjedinjenih Američkih Država, Italije, Francuske, Ujedinjenog Kraljevstva i Njemačke su dopunile svoje zakonodavstvo odredbama koje su posebno namijenjene crowdfundingu. Prvi cilj ovog istraživanja je istražiti na koji način se postojeće zakonodavstvo može primijeniti na crowdfunding te sagledati postoji li u hrvatskom zakonodavstvu potreba za regulativom koja bi na poseban način uređivala crowdfunding. Drugi cilj je usporediti crowdfunding s ostalim izvorima financiranja kako bi se zaključilo može li ih crowdfunding u potpunosti zamijeniti ili samo dopuniti.

Ključne riječi: crowdfunding zakonodavstvo, crowddonating, crowdrewarding, crowdinvesting, crowdlending, usporedba s ostalim izvorima financiranja, Hrvatska

* Autorica zahvaljuje Švicarskom institutu za komparativno pravo u Lausanni na stipendiji koja je omogućila istraživanje za ovaj članak kao i osoblju instituta za njihovo gostoprimstvo. Autorica također zahvaljuje gospodinu Pascalu Favrod-Couneu i gospođi Suzani Petrović na komentarima i korisnim raspravama. Konačno, posebnu zahvalu autorica upućuje gospodinu Thomas Kinneary Sánchezu koji je posvetio vrijeme i znanje lektoriranju engleske verzije članka. Konačno, hvala i anonimnim recenzentima na korisnim komentarima i prijedlozima.

** Primljeno: 1. lipnja 2016.
Prihvaćeno: 24. listopada 2016.

Rad je prijavljen za godišnju nagradu "Zaklade prof. dr. Marijan Hanžeković" za 2016. godinu.

Katarina ĐURĐENIĆ
Polaznica doktorskog studija na Sveučilištu u Zagrebu, Pravni fakultet, Trg maršala Tita 14, 10 000 Zagreb
e-mail: katarina.durdenic@yahoo.com
ORCID iD: 0000-0002-6048-5295

1. UVOD

1.1. DEFINICIJA

Crowdfunding je način financiranja projekta ili pothvata prikupljanjem novca od velikog broja ljudi od kojih svatko, obično putem interneta, doprinosi s relativno malim iznosom (Oxford Dictionaries, 2016.). To obično uključuje vlasnika projekta (poduzetnika, prikupljatelja sredstava), internet platformu koja djeluje kao vrsta posrednika putem kojeg treći sudionik tj. pojedinci iz mase daju svoj novac kako bi omogućili financiranje određenog projekta kojeg razvija vlasnik projekta.

1.2. POVIJESNI RAZVOJ

Iako se crowdfunding predstavlja kao novi način financiranja projekata, potrebno je naglasiti kako je on postojao i prije. Najpoznatiji povijesni primjer crowdfundinga dolazi iz SAD-a i tiče se postolja za Kip slobode. Naime, Kip slobode je bio dar francuskog naroda američkim građanima, ali kako bi se mogao čvrsto instalirati, bilo je potrebno sagraditi postolje za što nije bilo raspoloživih sredstava. Poznati izdavač, Joseph Pulitzer, je došao na ideju da 1885. objavi oglas u svojim novinama *New York World*, kojim je ljude pozvao da doniraju novac uz riječi: *"Nemojmo čekati da nam milijunaši daju novac. To nije dar milijunaša Francuske milijunašima Amerike, nego dar svih ljudi iz Francuske svim ljudima iz Amerike."* Neki su donirali samo 1 USD, ali je u kampanji sudjelovalo oko 125.000 ljudi i prikupljeni novac je nadmašio sredstva potrebna za izgradnju. U znak zahvalnosti svim donatorima, neovisno o veličini donacije, njihova imena su objavljena u *New York Worldu* (National Park Service, 2016.).

U prošlosti se mogu naći i mnogi slični primjeri, no crowdfunding se pretvorio u globalni fenomen tek oko 2000., a za uspjeh su zaslužne dvije bitne okolnosti. Jedna je globalna financijska kriza koja je pogodila svijet 2008. (World Bank, 2013.) i otežala poduzetnicima financiranje bankarskim kreditima. Osim bankarskih kredita, drugi izvori financiranja poput kruga obitelji i prijatelja su se pokazali nedovoljnima, a tržišta kapitala i poslovni anđeli su tražili profesionalnije prikupljatelje sredstava te je došlo do nedostatka kapitala (Lefèvre i Popescu, 2015.). Istovremeno stvoren je *world wide web 2.0* koji je omogućio bolju suradnju i komunikaciju korisnika (François, 2015.) što je potaknulo razvoj socijalnih medija (*MySpace*, *Facebook*, *LinkedIn*), a zajedno s njima i procvat čitavog niza internetskih stranica utemeljenih na kolaborativnoj ekonomiji poput *Airbnba*, *Ubera*, *Blablacara*, *Groupona,* itd. Nedostatak izvora financiranja s jedne strane i mogućnost lakog komuniciranja s velikim brojem ljudi s druge strane su se pokazali inspirativnima za ljude koji su tražili novac i masa (eng. *crowd*) je odjednom postala važan ulagatelj, tj. razvio se crowdfunding.

1.3. CROWDFUNDING U BROJEVIMA

Iako se na početku smatrao marginalnim načinom prikupljanja manjih iznosa novca za umjetničke projekte, neke od najuspješnijih crowdfunding kampanja su pokazale kako može predstavljati učinkovit način financiranja i za značajnije iznose. Jedan od prvih takvih primjera je svakako kampanja za pametni sat Pebble koji se bežično povezuje s pametnim telefonom i služi kao ručni obavještajni centar. Kampanjom koja je započela 2012. preko internet platforme

Kickstarter prikupljen je iznos od 10,3 mil. USD-a iako je cilj bio prikupiti samo 100.000 USD-a (Cunningham, 2012.).

Prema nedavnim istraživanjima istraživačkog društva Massolution (2015.), trenutno u svijetu djeluje 1.250 aktivnih crowdfunding platformi. Crowdfunding industrija je 2014. prikupila 16,2 mlrd. USD-a, više nego duplo u usporedbi s 2013. kad je prikupljeno 6,1 mlrd. USD-a. Trend naglog rasta se nastavio i u 2015. kad je prikupljeno 34,4 mlrd. USD-a.

U usporedbi sa svjetskim, hrvatski iznosi su prilično mali. Iako postoji nekoliko hrvatskih crowdfunding platformi (www.doniralica.hr, www.croinvest.eu, www.croenergy.eu), statistički podaci sa stranih platformi pokazuju kako hrvatski poduzetnici radije traže financiranje na stranim crowdfunding platformama s obzirom na veći broj potencijalnih ulagatelja i veće šanse za uspješno financiranje.

Praćenjem hrvatskih projekata na stranim crowdfunding platformama, može se zaključiti kako su na njima u 2015. predstavljena 63 hrvatska projekta, od kojih su samo 23 uspjela prikupiti potrebna sredstva. Ukupno je 7.673 ulagatelja prikupilo više od 750 tisuća USD-a. Najpopularnija međunarodna internetska platforma među Hrvatima je Indiegogo sa 47 hrvatskih projekata u 2015. dok je prosječni iznos hrvatske kampanje 10.000 USD-a (Hafner, 2016.).

Paleta projekata koji se financiraju putem crowdfundinga je vrlo šarolika – od novih tehnoloških pomagala i individualnih umjetničkih pokušaja do financiranja klupskih transfera profesionalnih nogometaša (Favrod-Coune i Nafissi-Azar, 2016.).

1.4. Ciljevi istraživanja

Prvi cilj je analizirati pravne aspekte crowdfundinga u hrvatskom pravnom sustavu sagledavajući postojeće hrvatsko zakonodavstvo i testirajući njegovu primjenu na crowdfundingu kako bi se moglo odrediti pokriva li ono sve njegove aspekte. U obzir će se uzeti i zakonodavstvo zemalja koje su donijele novo zakonodavstvo koje je posebno namijenjeno crowdfundingu (SAD, Italija, Francuska, UK i Njemačka) te će u svjetlu komparativnog pristupa biti sagledano treba li mijenjati hrvatsko zakonodavstvo. Drugi je cilj usporediti crowdfunding s ostalim izvorima financiranja. Stoga će se usporediti troškovi crowdfundinga i ostalih izvora financiranja, kao i prednosti i nedostaci crowdfundinga kako bi se moglo zaključiti može li zamijeniti klasične izvore financiranja ili je samo komplementarni instrument financiranja. Viša svrha je vlasnicima projekata pružiti razumni pravni i praktični pregled za upuštanje u crowdfunding aktivnosti.

2. Hrvatsko zakonodavstvo kojim se uređuje crowdfunding

Pravni okvir crowdfundinga se može podijeliti prema tri različita pristupa. Prvi je zabrana nekih vrsta crowdfundinga, što se koristi u nekim zemljama uključujući Japan (François, 2015). Drugi je donijeti zakone koji su posebno namijenjeni crowdfundingu, primjerice u SAD-u, Italiji, Francuskoj, UK-u i Njemačkoj. Treći koristi većina zemalja te se prema njemu sagledava postojeće zakonodavstvo i analizira kako ga primijeniti na crowdfunding. Kako u Hrvatskoj ne postoje posebni zakoni kojima bi se zabranjivali ili posebno regulirali pojedini tipovi crowdfundinga, može se zaključiti da se Hrvatska opredijelila za treći pristup. U poglavljima koja slijede će se

analizirati pod koje pravne institute bi se trebalo svrstati crowdfunding i koje bi mogle biti posljedice.

Kako crowdfunding predstavlja izvor financiranja u kojem glavni sudionici (vlasnik projekta, crowdfunding platforma i pojedinci) obično djeluju ili žive u različitim zemljama, u slučaju spora izazov je odrediti nadležnost i primjenjivo pravo (za više vidi u Kunda, 2016.). Kako bi aspekti privatnog međunarodnog prava prešli okvir ovog članka, ovdje se neće raspravljati i pravna perspektiva crowdfundinga u poglavljima koja slijede će biti sagledana samo s gledišta hrvatskog prava.

Kad spominjemo pravne aspekte crowdfundinga, potrebno je objasniti kako se crowdfunding razvio u četiri različite vrste na koje se primjenjuju različiti dijelovi zakonodavstva: crowddonating, crowdrewarding, crowdlending i crowdinvesting (Ancelle i Fischer, 2016.).

2.1. CROWDDONATING

Crowddonating je vrsta crowdfundinga u kojoj se neki projekt financira donacijama ljudi koji ne očekuju ništa za uzvrat. Iako su motivi podržavatelja humanitarni zbog čega neki autori ovu vrstu crowdfundinga nazivaju altruizmom (Gierczak i dr., 2016.), važno je napomenuti kako se tim donacijama mogu financirati i projekti usmjereni na ostvarivanje dobiti (Bradford, 2012.).

2.1.1. UGOVOR O DAROVANJU

Pravna kvalifikacija ove vrste crowdfundinga je prilično jednostavna jer su donacija i dar sinonimi (Friganović, 2011.) te se donacija može kvalificirati kao ugovor o darovanju koji je uređen Zakonom o obveznim odnosima (ZOO). Prema članku 479 ZOO-a, ugovor o darovanju nastaje kada se darovatelj obveže prepustiti obdareniku bez protučinidbe stvar ili imovinsko pravo, a obdarenik to prihvati. Odredbama tog zakona je uređeno što se smatra darom, u kojem obliku se sklapa ugovor o darovanju, u kojim slučajevima se darovanje može opozvati itd., ali sve te odredbe nisu toliko značajne za crowdfunding donaciju.

2.1.2. POREZNA PITANJA

Kategorizacija darovanja je ipak vrlo bitna iz perspektive poreznog prava, kako za obdarenika tako i za samog darovatelja. Naime, prema člancima 6, 7 i 13 Zakona o financiranju jedinica lokalne i područne (regionalne) samouprave, fizičke i pravne osobe koje u RH prime novac kao dar, moraju platiti porez u visini od 5% darovanog iznosa. S obzirom da se iz dijela 1.3. vidi kako hrvatski vlasnici projekata uglavnom prikupljaju sredstva putem inozemnih platformi, to znači da ne primaju dar u RH te se stoga te odredbe na njih ne primjenjuju. Ukoliko se donacija ostvaruje putem hrvatske internetske platforme, ove odredbe se primjenjuju, ali se prema članku 14 navedenog propisa u određenim slučajevima ne plaća porez na darovanje (primjerice, ukoliko je riječ o daru bračnog druga ili srodnika u ravnoj liniji ili ako je dan u svrhu određenu posebnim propisima).

Iz perspektive darovatelja, potrebno je naglasiti kako prema članku 36, stavku 12 Zakona o porezu na dohodak, porezni obveznici mogu uvećati osobni odbitak za darovanja dana u tuzemstvu u naravi i u novcu doznačenom na žiroračun, a u kulturne, odgojno-obrazovne, znanstvene, zdravstvene, humanitarne, sportske i vjerske svrhe, udrugama i drugim osobama

koje te djelatnosti obavljaju u skladu s posebnim propisima, do visine 2% primitaka za koje je u prethodnoj godini podnesena godišnja porezna prijava i utvrđen godišnji porez na dohodak. Slična odredba postoji i u članku 7, stavku 7 Zakona o porezu na dobit. U tim slučajevima, novac doniran preko hrvatskih internetskih platformi se u određenim slučajevima može koristiti za umanjivanje porezne obveze što može predstavljati i dodatnu motivaciju darovateljima za sudjelovanje u crowdfunding kampanjama.

2.2. CROWDREWARDING

U ovoj vrsti crowdfundinga, vlasnici projekta obično određuju iznose koji se mogu uplatiti, a u zamjenu, ovisno o iznosu, donatoru osiguravaju određenu nagradu (primjerice, majcu, bedž ili neku drugu uspomenu ili čak i sam proizvod u svrhu čije izrade je novac prikupljen). Pojedini autori (Bradford, 2012.), stoga dijele ovu vrstu crowdfundinga u dvije podvrste: jednu koja koristi predmete nalik suvenirima i predstavlja čisti oblik crowdrewardinga te drugu koja se može nazvati modelom predkupnje. Ova razlika je prilično bitna s obzirom da su te podvrste pokrivene različitim pravnim aspektima.

2.2.1. ČISTI OBLIK CROWDREWARDINGA

Primjer čistog oblika crowdrewardinga možemo naći u slučaju Goulash Disco Festivala balkanske glazbe koji se održavao od 3. do 6. rujna 2013. na otoku Visu, a bio je u potpunosti financiran donacijama preko internetske platforme Ulule (Ulule, 2013.). Ovisno o veličini donacije (6-10.870 USD-a ili više) donator je zauzvrat dobio različite vrste nagrada od navođenja imena na internetskoj stranici festivala, primanja razglednice s festivala do dobivanja statusa božanstva materijaliziranog u kipu koji se trebao izgraditi na plaži.

U odnosu na pravne aspekte čistog oblika crowdrewardinga, potrebno je uzeti u obzir sve što je bilo rečeno za crowddonating. Naime, prema članku 489 ZOO-a, takvi slučajevi predstavljaju uzajamno darovanje prema kojem ako je ugovoreno da će obdarenik uzvratiti darom, darovanje postoji samo glede veće vrijednosti dara. To znači da će se samo dio darovanog iznosa koji premašuje vrijednost zauzvrat primljenog dara (uspomene) smatrati darom. U odnosu na prvi dio "dara" koji ima svoju protuvrijednost u zauzvrat primljenoj uspomeni, on se pravno može kategorizirati kao ugovor o kupoprodaji uređen člancima 376-473 ZOO-a. Ipak, imajući u vidu posebne okolnosti ovog slučaja, pravu protuvrijednost primljenog suvenira nije lako odrediti (primjerice, status božanstva materijaliziranog u kipu) s obzirom na to da on ima više nostalgičnu vrijednost, stoga je preporučljivo cijeli posao promotriti kao darovanje u oba smjera.

2.2.2. MODEL PRETKUPNJE

Lijep hrvatski primjer crowdrewardinga u kojem je dijelom korišten model pretkupnje predstavlja projekt Enfojer za koji se provodila kampanja 2013. na internetskoj platformi Indiegogo. Enfojer je bio predstavljen kao "tamna komora za razvijanje za pametne telefone", a radilo se o prenosivom uređaju za razvijanje pravih fotografija iz digitalnih fotografija pohranjenih na pametnom telefonu. Prvih 100 donatora (*Early Herd Special*) u zamjenu za promotivnu cijenu od 250 USD-a zauzvrat je dobilo Enfojer set (Indiegogo, 2013.).

Iako naziv pretkupnja navodi na zaključak da se radi o ugovoru o kupoprodaji, potrebno je pažljivo razmotriti je li to uistinu tako. Očiti odgovori nisu uvijek točni.

Posebno treba uzeti u obzir kako projekti koji se financiraju crowdfundingom često uključuju inovativne proizvode (npr. Enfojer). Takvi proizvodi se ne proizvode lako i često su ovisni o kreativnom talentu pojedinaca koje nije lako zamijeniti. Stoga, iako je prema članku 380, stavku 3 ZOO-a moguće da predmet kupoprodaje bude i buduća stvar, prema članku 591, stavku 3 istog zakona, ako su ugovaratelji imali na umu osobitu vrijednost izvođačeva rada, ugovor se smatra ugovorom o djelu koji je uređen člancima 590-619 istoga zakona.

Imajući to u vidu, potrebno je uzeti u obzir posljedice takve kategorizacije, posebno u vezi prava na raskid ugovora i odgovornosti za nedostatke proizvoda. Prema članku 597 ZOO-a, izvođač treba završiti proizvod u vremenu određenom ugovorom. Obično, u slučaju crowdfunding modela pretkupnje, jasno je navedeno kad se očekuje proizvod. Ukoliko se tijekom izvršenja djela pokaže da se izvođač ne drži uvjeta ugovora i uopće da ne radi kako bi trebalo, prema članku 598 ZOO-a, naručitelj može upozoriti izvođača i odrediti mu primjeren rok da svoj rad uskladi s obvezama, a ukoliko izvođač to ne učini, naručitelj može raskinuti ugovor i tražiti naknadu štete. Na dostavljene proizvode ne treba gledati kao na "test primjerke" koji ne trebaju zadovoljiti nikakve standarde; izvođač snosi punu odgovornost za to da ti proizvodi uistinu rade prema ugovoru. Ukoliko bi se na proizvodima ispoljili određeni nedostaci, prema članku 604, stavku 1 i članku 608, stavku 1 ZOO-a, naručitelj mora pregledati proizvod čim je to moguće te bez odgađanja obavijestiti izvođača o nedostatku i zahtijevati njegovo uklanjanje u određenom roku. Ukoliko izvođač odbije ukloniti nedostatke zbog pretjeranih troškova, naručitelj ima pravo na sniženje naknade ili raskid ugovora, a u oba slučaja i pravo na naknadu štete prema članku 608, stavku 3 ZOO-a. Prema članku 605 ZOO-a, izvođač odgovara i za skrivene nedostatke, ali samo ako se pokažu u roku od dvije godine od primitka proizvoda. U slučaju većeg nedostatka, prema članku 609 ZOO-a, naručitelj može, ne tražeći prethodno otklanjanje nedostatka, raskinuti ugovor i zahtijevati naknadu štete. Potrebno je naglasiti i kako naručitelj može prema članku 619 ZOO-a sve dok naručeno djelo nije dovršeno raskinuti ugovor kad god hoće, ali je u tom slučaju dužan isplatiti izvođaču ugovorenu naknadu, umanjenu za iznos troškova koje ovaj nije imao kao i za iznos zarade što ju je ostvario ili što ju je namjerno propustio ostvariti.

U slučaju kad ugovaratelji nisu imali na umu osobitu vrijednost izvođačeva rada, ugovor se može klasificirati kao ugovor o kupoprodaji koji je uređen člancima 376-473 ZOO-a.

Ipak, imajući u vidu definiciju iz dijela 1.1. gdje je izričito navedeno kako je svrha crowdfundinga financiranje projekta ili pothvata, čini se kako svrstavanje crowdfunding modela pretkupnje u grupu postojećih imenovanih ugovora iz ZOO-a nije u potpunosti zadovoljavajuće. Naime, ta svrha se uopće ne spominje u ugovoru o djelu kao niti u ugovoru o kupoprodaji što vodi do zaključka kako se crowdfunding model pretkupnje najbolje može razumjeti kao specifični oblik ugovora iz grupe neimenovanih ugovora. S obzirom da je načelo stranačke autonomije osnovno načelo ZOO-a (Gorenc, 2005.), to znači da su stranke slobodne same odrediti vrstu, suugovaratelje i sadržaj ugovora. U slučaju imenovanih ugovora, ZOO strankama olakšava ugovaranje s obzirom da im propisuje dužnosti i obveze ukoliko ih stranke same ne ugovore.

U slučaju da stranke žele sklopiti ugovor koji ne može biti kategoriziran kao neki od postojećih imenovanih ugovora, one mogu same odrediti sadržaj takvog ugovora. Tada su, međutim, vezane ograničenjima članka 2 ZOO-a prema kojem odnose moraju uređivati u skladu s Ustavom RH, prisilnim propisima i moralom društva.

2.3. CROWDLENDING

Crowdlending je vrsta crowdfundinga u kojoj zajmoprimci putem internetske platforme nalaze zajmodavce koji im uzajmljuju novac u zamjenu za kamate. Iako se na hrvatskoj platformi Croinvest navodi kako ona nudi i ovu vrstu crowdfundinga, na njenoj internetskoj stranici za sada nema dokaza da je takav model bio korišten. Moguće je da su pojedine osobe iz Hrvatske koristile ovaj model na stranim platformama, ali s obzirom da internetske stranice putem kojih je moguće koristiti crowdlending obično zahtijevaju registraciju za pristup njihovim bazama podataka, to nije bilo moguće tako lako provjeriti. Ipak kako bismo bolje objasnili ovaj model, možemo se poslužiti primjerom poznate američke internetske platforme Prosper.

Koristeći Prosper, zajmoprimci mogu pozajmiti 2.000-35.000 USD-a ovisno o trajanju zajma (od 3 do 5 godina), a zajmodavci dobivaju novac natrag zajedno s kamatama. Prije uvrštenja zajma na internetsku stranicu, Prosper provjerava kredibilitet prijava kako bi osigurao da si zajmoprimci uistinu mogu priuštiti zajam te kako bi ispunili sve zahtjeve koji se traže. Uvršteni zahtjev mora privući dovoljan broj ulagatelja kako bi se dosegnuo traženi iznos. Zajam će biti odobren ukoliko ulagatelji polože dovoljno sredstava.

2.3.1. UGOVOR O ZAJMU

Veza između zajmoprimca i zajmodavca u ovoj vrsti crowdfundinga se može kategorizirati kao ugovor o zajmu koji je uređen člancima 499-508 ZOO-a. Ugovorom o zajmu zajmodavac se obvezuje predati zajmoprimcu određeni iznos novca, a zajmoprimac se obvezuje isti iznos vratiti. Prema članku 500 ZOO-a kamate nisu obavezne, ali se u slučaju crowdlendinga obično ugovaraju. S obzirom da crowdlending platforma djeluje isključivo kao posrednik, ne smatra se strankom tog ugovora (Crnić, 2012.).

Ono što je zanimljivo imati na umu kada kategoriziramo ovaj odnos kao klasičan ugovor o zajmu je da prema članku 506 ZOO-a, zajmoprimac može odustati od ugovora prije nego što mu zajmodavac preda ugovorene stvari, ali zajmodavac može tužiti za naknadu time nastale štete. U kontekstu crowdfundinga posebno je zanimljivo vidjeti što se događa kada se zajam ne koristi u skladu s dogovorenom svrhom. Obično se na crowdlending internetskim stranicama mogu pronaći dirljive priče o tome kako će dobiveni novac biti upotrijebljen. Člankom 508 ZOO-a se uređuje da ako je ugovorom određena svrha zajma, zajmodavac može raskinuti ugovor ako ga zajmoprimac koristi u neku drugu svrhu. Dakle, ukoliko je svrha određena ugovorom, ona predstavlja bitan sastojak ugovora (Gorenc, 2005.). Ipak, malo je vjerojatno da će zajmodavci htjeti raskinuti ugovor u slučaju vraćanja zajma na vrijeme i zajedno s ugovorenim kamatama.

2.3.2. REGULACIJA BANKOVNIH I PLATNIH USLUGA

U slučaju crowdlendinga potrebno je razmotriti pruža li internetska platforma bankovne usluge i treba li stoga biti regulirana Zakonom o kreditnim institucijama. Prema članku 7 tog zakona, bankovne usluge uključuju primanje depozita ili drugih povratnih sredstava od javnosti i odobravanje kredita iz tih sredstava, a za svoj račun. U slučaju crowdlending platformi, ne može se uistinu govoriti da one odobravaju kredite za svoj račun, već djeluju kao posrednik između zajmoprimca i zajmodavca koji zaključuju ugovor o zajmu. Stoga ih ne treba tretirati kao kreditne institucije kojima bi trebalo odobrenje HNB-a prema članku 56 Zakona o kreditnim institucijama.

Potrebno je napomenuti kako to znači da novac koji se uplaćuje putem crowdlending platformi nije osiguran u sustavu osiguranja depozita koji vodi Državna agencija za osiguranje štednih uloga i sanaciju banaka prema Zakonu o osiguranju depozita. Prema članku 7, stavku 1 tog zakona, depoziti do 100.000 EUR-a su zaštićeni u slučaju stečaja kreditne institucije.

Ipak, ovisno o strukturi odnosa zajmoprimca, zajmodavca i crowdlending platforme, moguće je da će crowdlending platforma pružati neku od platnih usluga iz članka 3 Zakona o platnom prometu te će stoga biti potrebno pribaviti odgovarajuće odobrenje od strane regulatornog tijela.

2.4. CROWDINVESTING

Crowdinvesting je također poznat pod nazivom *equity* crowdfunding i predstavlja vrstu crowdfundinga gdje ljudi daju novac u zamjenu za udio u dobiti od posla koji se treba financirati tim novcem. Način na koji se taj udio ostvaruje je različit te se ovisno o tome otvaraju potpuno drugačija zakonodavna pitanja.

2.4.1. DIONICE U DIONIČKOM DRUŠTVU

Ukoliko će buduće poslovanje koje se financira putem crowdfundinga biti organizirano u obliku dioničkog društva u kojem svaki ulagatelj koji je sudjelovao u crowdfunding kampanji dobije zauzvrat dionice, potrebno je u obzir uzeti odredbe Zakona o trgovačkim društvima (ZTD) kojima se uređuju dionička društva.

2.4.1.1. PROSPEKT

Osim toga, prilikom ponude dionica javnosti, što se u biti događa u ovoj vrsti crowdfundinga, potrebno je uzeti u obzir odredbe Zakona o tržištu kapitala. Prema članku 354 tog zakona, u Hrvatskoj nije dopuštena javna ponuda vrijednosnih papira bez prethodne objave prospekta kojeg je odobrila Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (Hanfa). Prospekt je potrebno sastaviti prema Uredbi Komisije 809/2004 od 29. travnja 2004. o provedbi Direktive 2003/71/EZ Europskog parlamenta i Vijeća u pogledu informacija koje sadrže prospekti te o njihovom obliku, upućivanju na informacije i objavljivanju takvih prospekata i distribuciji oglasa. Taj dokument ulagatelju treba pružiti osnovne informacije o izdavatelju i ponuđenim vrijednosnim papirima, ali u praksi se te osnovne informacije protežu na oko 400 stranica (Đurđenić, Simić i Krunić, 2016.).

Ipak, potrebno je naglasiti kako prema članku 342, stavku 1, točki 7 Zakona o tržištu kapitala, prospekt nije potreban u slučaju ponuda koje unutar razdoblja od 12 mjeseci ne prelaze iznos od pet milijuna EUR. S obzirom da prema dostupnim podacima hrvatske crowdfunding kampanje ne prelaze taj iznos, regulativa vezana za prospekt se ne primjenjuje. Potrebno je uzeti u obzir da je

30. studenog 2015. Europska komisija objavila prijedlog uredbe kojom se dopunjuju: Direktiva 2003/71/EZ Europskog parlamenta i Vijeća u pogledu regulatornih tehničkih standarda za odobrenje i objavu prospekta i distribuciju oglasa te Uredba Komisije 809/2004. Prema članku 1, stavku 3, točki d) tog prijedloga, iznos se podiže s 5 na 10 milijuna EUR-a, ali države članice ga mogu postaviti na 500.000 EUR-a. U slučaju da Hrvatska odluči postaviti manji iznos nakon kojeg će objava prospekta postati obvezna, povećava se šansa da će neke od crowdfunding kampanja trebati prospekt.

2.4.1.2. REGULACIJA INVESTICIJSKIH USLUGA

Osim prospekta, prilikom ponude dionica javnosti, internetske platforme moraju voditi računa o posebnoj regulaciji investicijskih usluga. Naime, primanje i prijenos naloga u vezi s dionicama predstavlja investicijsku uslugu iz članka 5, stavka 1, točke 1 Zakona o tržištu kapitala. Prema članku 6 tog istog zakona investicijske usluge mogu nuditi jedino investicijska društva ili kreditne institucije koje su za to dobile posebna odobrenja regulatornih tijela kao što su Hanfa ili HNB. Kako bi dobili takvo odobrenje, društva moraju zadovoljiti vrlo stroge organizacijske zahtjeve i njihovo vodstvo također mora dobiti posebna odobrenja. Samo naknada za odobrenje navedene investicijske usluge iznosi 10.000 HRK-a prema članku 4, stavku 3, točki 1 Pravilnika o vrsti i visini naknada i administrativnih pristojbi Hanfe. S obzirom na visoke početne troškove, za očekivati je da će aktivnosti crowdinvestinga u odnosu na ponudu dionica pružati već postojeća investicijska društva.

2.4.2. UDJELI U DRUŠTVU S OGRANIČENOM ODGOVORNOŠĆU

U slučaju da netko želi financirati posao prikupljanjem novca u zamjenu za udjele u društvu s ograničenom odgovornošću, potrebno je uzeti u obzir odredbe ZTD-a kojima se uređuje osnivanje i vođenje takvog društva. Kako se prema članku 385, stavku 1 tog zakona, udjeli u društvu s ograničenom odgovornošću ne mogu izraziti u vrijednosnim papirima, sadašnje uređenje prospekta se ne primjenjuje. Potrebno je napomenuti kako je u nekim zemljama za ponudu udjela u društvima s ograničenom odgovornošću također potreban prospekt koji mora odobriti regulatorno tijelo. Takva obveza postoji primjerice u Njemačkoj prema članku 1, stavku 2 i članku 6 Zakona o imovinskim ulozima. Takva obveza ne postoji za sada u Hrvatskoj i stoga bi bilo moguće javno nuditi udjele u društvu s ograničenom odgovornošću bez prospekta koji je odobrilo regulatorno tijelo. Ipak, i u tim je slučajevima preporučljivo sačiniti svojevrsni informativni memorandum s osnovnim informacijama o društvu s obzirom da bi to pozitivno pridonijelo zaštiti ulagatelja.

2.4.3. TAJNA DRUŠTVA

Podobni oblik financiranja projekta crowdfundingom je moguće ostvariti i u obliku tajnog društva reguliranog člancima 148-158 ZTD-a. Ulazak u tajno društvo je jednostavnije, jer se za njega ne traži posebni oblik ugovora te je ugovore o tajnom društvu stoga lakše sklopiti putem interneta. Prema članku 387, stavku 1 ZTD-a, društvo s ograničenom odgovornošću se osniva ugovorom koji mora biti potpisan u obliku javnobilježničkog akta ili privatne isprave koju potvrdi javni bilježnik. Isti oblik se prema članku 412, stavku 3 ZTD-a zahtijeva i za prijenos udjela u društvu s ograničenom odgovornošću. Kako ti oblici zahtijevaju osobnu prisutnost ulagatelja i sa sobom

nose određene troškove, tajna društva su prihvatljiviji oblik ulaganja putem crowdfundinga. Prema članku 148, stavku 1 ZTD-a, tajno društvo nastaje ugovorom kojim jedna osoba (tajni član) ulaže neku imovinsku vrijednost u poduzeće druge osobe (poduzetnika), te na temelju toga uloga stječe pravo sudjelovanja u dobiti i u gubitku poduzetnika.

Iako tajni član nema puna obavještajna prava koja se mogu usporediti s onima koje ima držatelj udjela u društvu s ograničenom odgovornošću, prema članku 150 ZTD-a, on ima pravo na pregled i prijepis financijskih izvješća radi provjere njihove ispravnosti kao i pravo na potrebna razjašnjenja. Upravo ove nadzorne ovlasti tajnog člana predstavljaju bitnu razliku između tajnog društva i prava na udio u dobiti. Naime, društvo može ponuditi udio u dobiti osobi koja uloži određenu imovinsku vrijednost u društvo u zamjenu za pravo na udio u dobiti (Barbić, 2013.). Međutim, imatelj prava na udio u dobiti nema nadzorne ovlasti nad poduzetnikom.

Nadzorne ovlasti tajnog člana čine razliku tajnog društva i u odnosu na ugovor o zajmu. Ova razlika je međutim prilično očita s obzirom da su kod ugovora o zajmu dogovorene kamate, a ne udio u dobiti kao u slučaju tajnog društva (Gorenc i dr., 2008).

2.4.4. ALTERNATIVNI INVESTICIJSKI FOND

Kad internetska platforma prikuplja novac od ulagatelja za ulaganje u određeno društvo, otvara se pitanje preuzima li time i ulogu alternativnog investicijskog fonda koji se prema članku 3, točki 2 Zakona o alternativnim investicijskim fondovima definira kao investicijski fond osnovan sa svrhom i namjenom prikupljanja sredstava javnom ili privatnom ponudom te ulaganja tih sredstava u različite vrste imovine u skladu s unaprijed određenom strategijom i ciljem ulaganja, a isključivo u korist imatelja udjela tog alternativnog investicijskog fonda. Iako se zakonom ne definiraju strategija i cilj ulaganja, ovi termini sugeriraju kako je potrebno imati mogućnost izbora između različitih investicija prema strategiji i cilju ulaganja te aktivno provoditi takve izbore. U slučaju crowdfundinga, internetska platforma ulaže prema nalozima crowdfunding ulagatelja u određeno društvo te pritom nema diskrecijskih ovlasti; stoga to ne predstavlja alternativni investicijski fond (Saria i Stocker, 2015.; Hooghiemstra i De Buysere, 2016.).

3. KOMPARATIVNA PRAVNA ANALIZA

Iako većina zemalja nije uvela posebna pravna pravila za crowdfunding, neke su to odlučile učiniti. U odlomcima koji slijede će se ukratko predstaviti zakonodavstvo SAD-a, Italije, Francuske, UK-a i Njemačke, a koje zemlje su donijele posebne zakone namijenjene crowdfundingu. Kako će to biti vidljivo, crowddonating i crowdrewarding nisu obuhvaćeni novim zakonodavstvom, već je doseg uglavnom ograničen na crowdinvesting i crowdlending.

3.1. SAD

Predsjednik Obama je 5. travnja 2012. potpisao Zakon o poticanju novih poslovnih projekata ili *JOBS Act*, s namjerom poticanja ulaganja u američka mala poduzeća pojednostavljivanjem raznih pravila vezanih za vrijednosne papire. U dijelu III tog zakona su 30. listopada 2015. uvedena nova pravila za *equity* crowdfunding. Potrebno je napomenuti kako prije *JOBS Acta* u SAD-u nije bilo moguće nuditi vrijednosne papire bez poštivanja otegotnih zahtjeva Zakona o zahtjevima registracije i objavljivanja iz 1933. i Zakona o periodičnim zahtjevima obavještavanja iz 1934.

(Hazen, 2012.). Prije izlaganja okosnica *JOBS Acta*, potrebno je naglasiti kako pojam vrijednosni papir ima puno šire značenje u američkom nego u europskom pravu. Naime, prema pravu SAD-a, pojam vrijednosni papir ne uključuje samo dionice i tradicionalne investicijske instrumente, već i udjele u partnerstvima i društvima s ograničenom odgovornošću koji prema tzv. Howey testu ulaze u krug investicijskih ugovora (Bradford, 2012.). Kako su troškovi poštivanja financijskih propisa bili vrlo visoki za manja društva, *JOBS Act* je stvorio poseban režim koji je omogućio rastućim društvima (izdavatelji čiji je ukupni godišnji prihod manji od milijarde USD-a) da nude vrijednosne papire pod određenim uvjetima.

Na taj način ta društva mogu prikupljati iznose do jednog milijuna USD-a godišnje putem crowdfunding platformi registriranih pri Američkoj komisiji za vrijednosnice i razmjenu (SEC) kao broker/dealer ili kao portal za prikupljanje sredstava. Te platforme se također moraju registrirati pri jednoj ili više samo-regulatornih organizacija poput Organizacije za regulaciju financijske industrije (FINRA). Obveza registracije kao broker/dealer u biti predstavlja značajnu prednost za tu industriju (Cunningham, 2012.) s obzirom da može potaknuti postojeće financijske sudionike na nove poslovne modele. Prema *JOBS Actu*, ulagatelji su ograničeni na dva načina. Prvo, ne mogu uložiti više od 5% ili 2.000 USD-a godišnjeg neto prihoda ukoliko je on manji od 100.000 USD-a (ukoliko je viši, mogu potrošiti 10% prihoda). Drugo, ukoliko se ne primjenjuju posebni uvjeti, vrijednosne papire stečene putem crowdfundinga stjecatelj ne može otuđiti tijekom godine dana od njihovog stjecanja. Iako ovo ograničenje trgovanja snažno utječe na likvidnost tih vrijednosnih papira, iza toga se krije namjera sprečavanja manipulacije podizanjem cijene vrijednosnih papira objavljivanjem neistinitih ili preuveličanih informacija

3.2. ITALIJA

Sa zakonskim dekretom broj 179 (Daljnje hitne mjere za ekonomski rast zemlje) od 18. listopada 2012. koji je pretvoren u zakon 17. prosinca 2012., Italija je dobila zakonski propis kojim se regulira *equity* crowdfunding. Zakon je dodatno pojašnjen regulacijom broj 18592 od 26. lipnja 2013.

S novom regulacijom samo inovativna start-up društva (koja moraju zadovoljiti nekoliko uvjeta) mogu prikupljati iznose do 5.000.000 EUR-a godišnje preko talijanske equity crowdfunding platforme što je značajno više nego u SAD-u (Lerro, 2014.). Takve web platforme mogu voditi samo investicijska društva i banke ovlaštene za pružanje investicijskih usluga te društva iz posebnog registra koji vodi Nacionalna komisija za društva i burzu (Consob).

Kako bi ponuda na crowdfunding platformi bila važeća, potrebno je da najmanje 5% ponuđenih financijskih instrumenata upišu profesionalni ulagatelji, bankarska društva ili inovativni start-up inkubatori. Na taj način je zakonodavac osigurao više kredibiliteta crowdfunding ponudama jer se očekuje da profesionalni ulagatelji, u usporedbi s ostalima, provode ozbiljnije istraživanje prije ulaganja. Web platforma mora voditi računa o tome da prikupljena sredstva za svaku ponudu budu položena na *escrow* računu koji vodi banka ili investicijsko društvo u ime izdavatelja.

Točno je propisano koje informacije se moraju navesti na crowdfunding platformi o ponudi, primjerice, informacije o riziku gubitka cijelog ulaganja, riziku nelikvidnosti te o pravu na povlačenje ulaganja. Naime, crowdfunding platforma mora neprofesionalnim ulagateljima zajamčiti pravo na povlačenje upisa, bez dodatnih troškova, u roku od sedam dana od postavljanja

naloga. Potrebno je napomenuti kako pravo na povlačenje u ovom obliku obično nije zajamčeno u investicijskim ugovorima te ono stoga predstavlja dodatnu zaštitu ulagatelja.

3.3. FRANCUSKA

Za razliku od SAD-a i Italije, koji su se odlučili regulirati samo crowdinvesting, u Francuskoj je 1. listopada 2014. stupilo na snagu zakonodavstvo koje uređuje crowdinvesting, crowdlending i crowddonating (Clasen, 2015.; Ancelle i Fischer, 2016.).

Do tog datuma, sve ponude vrijednosnih papira u ukupnom iznosu većem od 100.000 EUR-a su bile podložne obvezi objave prospekta. Prema novoj regulaciji, ponude vrijednosnih papira preko crowdfunding platformi do ukupnog iznosa od milijun EUR-a su izuzete od obveze objave prospekta. Ipak, izdavatelj mora i dalje pružiti neke informacije poput opisa projekta, strukture rukovodstva, postojećih financijskih izvješća ili očekivanih kalkulacija, objašnjenja troškova koji će biti naplaćeni ulagatelju i informacija o procjeni rizika. Pored klasičnih investicijskih savjetnika koji se mogu baviti svim vrstama vrijednosnih papira, uvedena je nova vrsta posrednika – savjetnika o participativnom investiranju – koji se mogu baviti samo dionicama i obveznicama s fiksnom kamatom i ne mogu primati novac ulagatelja (osim za vlastite naknade).

U području crowdlendinga, prema novom francuskom zakonodavstvu, pravne i fizičke osobe koje se bave nekom profesionalnom aktivnosti ili trebaju zajam za financiranje školovanja mogu pozajmiti sredstva u iznosu do milijun EUR-a s maksimalnim trajanjem sedam godina. Samo fizičke osobe mogu biti zajmodavci u slučaju zajmova s kamatom i njihovo sudjelovanje je ograničeno na iznos od tisuću EUR-a po projektu. S regulatorne strane, crowdlending platforme su označene kao posrednici u participativnim ulaganjima koji ne mogu obavljati prijenos sredstava između zajmodavaca i zajmoprimaca ukoliko nisu dobili status platne institucije.

I savjetnici i posrednici u participativnom ulaganju se moraju pridržavati pravila dobrog ponašanja.

3.4. UJEDINJENO KRALJEVSTVO

U Ujedinjenom Kraljevstvu su od 1. travnja 2014. crowdinvesting i crowdlending izričito uređeni Regulatornom izjavom 14/4 koju je donijelo tijelo nadležno za nadzor financijskih usluga (FCA). Crowdinvesting i crowdlending platforme su dužne poštivati specifičnu regulativu kao i opća pravila koja se primjenjuju na društva koja regulira FCA (Ancelle i Fischer, 2016.).

U odnosu na crowdinvesting, stvorena su nova pravila za zaštitu potrošača prema kojima društva mogu provoditi izravne ponude samo određenim *retail* potrošačima, a to su oni koji primaju regulirano savjetovanje, oni koji su kvalificirani kao visoko vrijedni ili sofisticirani ulagatelji ili oni koji potvrde da će uložiti manje od 10% svoje neto imovine u tu vrstu vrijednosnih papira. Ta pravila također zahtijevaju da društva provjeravaju razumiju li njihovi klijenti rizike korištenja neregulirano savjetovanja (FCA, 2015.).

U odnosu na crowdlending, primjenjiva pravila osiguravaju da potrošači zainteresirani za pozajmljivanje pojedincima ili poslovima imaju pristup jasnim informacijama. Na taj način mogu procijeniti rizik i razumjeti tko pozajmljuje novac. Dodatno, neki osnovni zahtjevi zaštite potrošača se primjenjuju na društva koja djeluju na tom tržištu. Primjerice, novac klijenta mora

biti zaštićen i društva moraju zadovoljavati minimalne kapitalne standarde. Konačno, FCA zahtijeva da društva koja vode ove platforme imaju planska rješenja koja u slučaju propasti platforme osiguravaju da se pozajmljeni novac nastavi plaćati i vraćati onima od kojih je pozajmljen (FCA, 2015.).

3.5. Njemačka

Iako se moglo očekivati da će Njemačka biti predvodnik u regulaciji crowdfundinga, Zakon o zaštiti malih ulagatelja kojim je reguliran crowdfunding usvojen je tek 23. travnja 2015. te je stupio na snagu 10. srpnja 2015., tri godine nakon američke regulative.

U slučaju da ponuda ne prelazi 2,5 milijuna EUR-a, ne postoji potreba za objavom prospekta, ali se ponuda mora sastojati od određenih vrsta investicija poput zajmova s udjelima u dobiti, subordiniranih zajmova te ostalih sličnih financijskih oblika i investicija. Te investicije mogu nuditi samo platforme koje nude investicijske usluge savjetovanja i posredovanja. Iako ne postoji obveza prospekta, izdavatelji ipak moraju pripremiti informacijski memorandum za ulagatelje s osnovnim informacijama o ulaganju kao i upozorenje da je ulaganje povezano sa značajnim rizicima i može završiti potpunim gubitkom uloženog novca.

Prilikom ulaganja, fizičke osobe su ograničene iznosom od 1.000 EUR-a po izdavatelju; ipak u slučaju da dokažu da imaju najmanje 100.000 EUR-a slobodnih sredstava, mogu uložiti do 10.000 EUR-a po izdavatelju.

Iako crowdfunding udruge ovu zakonodavnu inicijativu ocjenjuju pozitivno (European Crowdfunding Network, 2015.), pojedini autori je kritiziraju, posebice zbog toga što se izuzetak od prospekta ne odnosi na sve vrste ulaganja i vrijednosnih papira (Klöhn i Hornuf, 2015.).

3.6. Europska Unija

Na EU razini i dalje nema regulative koja bi bila posebno namijenjena crowdfundingu, ali određene sumnje o potrebi reguliranja crowdfundinga su javno podignute 2013. kada je Europska komisija otvorila tromjesečno savjetovanje (*Crowdfunding in Europe? Exploring the added value of potential EU action)*. Krajnji cilj savjetovanja je bio prikupiti podatke o potrebama sudionika tržišta i identificirati područja u kojima postoji potreba za djelovanjem EU-a kojim bi se omogućio rast te nove industrije, bilo lakšim *soft-law* mjerama ili uvođenjem novih propisa (Europska komisija, 2013.). Nastavno na savjetodavni postupak, Europska komisija je 27. ožujka 2014. objavila Komunikaciju o crowdfundingu u kojoj je predložila poticanje najboljih praksi, podizanje osviještenosti i olakšavanje razvoja oznaka kvalitete, blisko proučavanje razvoja crowdfunding tržišta i nacionalnih pravnih okvira te redovitu procjenu potrebe aktivnosti EU-a, uključujući i uvođenje novih propisa (Europska komisija, 2014.).

Europska komisija je u lipnju 2014. osnovala *European Crowdfunding Stakeholder Forum* – skupinu stručnjaka sastavljenu od visoko pozicioniranih predstavnika udruga uključenih sudionika i nacionalnih tijela koji se redovito sastaju i pomažu Komisiji u istraživanju daljnjih koraka.

Europska komisija je u svibnju 2016. objavila izvješće o EU crowdfunding sektoru u kojem se navodi kako za sada ne postoje jaki razlozi za uspostavljanje okvira na razini EU-a, ali će se i dalje pratiti razvoj u tom sektoru (Europska komisija, 2016.).

4. USPOREDBA S OSTALIM IZVORIMA FINANCIRANJA

U odlomcima koji slijede, crowdfunding će prije svega biti uspoređen s bankarskim kreditima i tržištem kapitala. Prednosti i nedostaci će biti sagledani iz perspektive vlasnika projekta, a ne ulagatelja.

4.1. PREDNOSTI

4.1.1. ŠIRI KRUG POTENCIJALNIH ULAGATELJA

Ukoliko u Hrvatskoj želite podići kredit u banci, ograničeni ste na 27 kreditnih institucija koje imaju takvo odobrenje (Hrvatska narodna banka, 2016.). Ukoliko tražite financiranje putem tržišta kapitala, ograničeni ste na ulagatelje koji tamo aktivno djeluju. Međutim, s crowdfundingom pruža vam se pristup običnim ljudima koji koriste internet, imaju različite interese, mogu se emocionalno povezati s predstavljenim projektom i odlučiti na ulaganje. Naime, ljudi žele nešto što ne mogu kupiti u svakoj trgovini i uživaju u misli da su sudjelovali u financiranju nečeg uistinu posebnog (Flebbe, 2015.). Osim toga, crowdfunding ima visok multiplikacijski potencijal (François, 2015.) kojeg neki autori opisuju kao "ponašanje stada" (Hornuf i Schwienbacher, 2015.) te je stoga moguće brzo doseći financijske ciljeve.

Potrebno je napomenuti i da je opseg potencijalnih ulagatelja proširen podizanjem zemljopisnih barijera (Grabner, 2015.). S crowdfunding platformama koje djeluju u cijelom svijetu ljudi koji žive na drugom kraju svijeta mogu financirati lokalni projekt. Najbolji primjer za to je da su 23 hrvatska projekta u 2015. uspješno financirana preko stranih crowdfunding platformi (Hafner, 2016.).

4.1.2. JEDNOSTAVNO ADMINISTRATIVNO PROVOĐENJE

Samo pogled na popis dokumenata koje banke u Hrvatskoj obično traže za poduzetničke kredite može biti demotivirajući – statusna dokumentacija, porezne prijave za prethodne godine, izvatci iz knjige primitaka i izdataka, popis dugotrajne imovine, potvrda Porezne uprave o stanju duga, potvrde banaka, izjava za Hrvatski registar obveza po kreditima (Erste&Steiermärkische Bank d.d., 2016.). Dakle, prije (ili poslije) dolaska u banku, poduzetnik kojem treba financiranje mora uložiti dodatno vrijeme za prikupljanje potrebnih dokumenata. Administrativni teret crowdfundinga će ovisiti o internim pravilima svake platforme iako je fokus obično na samom projektu te se od vlasnika projekta ne traže dodatni administrativni zadaci čime mu je olakšano procesuiranje financijskog zahtjeva. Osim toga, banke i poslovni anđeli obično provode određeni *due diligence* prije pristanka na financiranje za što je potrebno vrijeme te stoga crowdfunding obično predstavlja brži način financiranja (Lefèvre i Popescu, 2015.).

4.1.3. OSLUŠKIVANJE TRŽIŠTA

Vjerojatno jedna od najvećih prednosti crowdfundinga je sposobnost da testira tržište za vrijeme prikupljanja sredstava za određeni projekt. Ova prednost je najvidljivija kod novih proizvoda koji se tek trebaju razviti i izraditi uz pomoć crowdfundinga. Što više osoba sudjeluje u crowdfunding kampanji, to se može očekivati veći broj potencijalnih kupaca gotovog proizvoda (Golić, 2016.). Stoga, crowdfunding je odličan način testiranja novih ideja i iskorjenjivanja loših poslovnih ideja u ranoj fazi prije nego što se uloži značajan iznos novca (Pope, 2011.).

4.1.4. NETWORKING

Očito je da su crowdfunding projekti vidljiviji od projekata koji se financiraju putem bankarskih kredita ili tržišta kapitala. Osim olakšanog istraživanja tržišta, ta okolnost olakšava efikasnije umrežavanje vlasnika projekta s ostalim poduzetnicima u sličnim ili komplementarnim projektima. Dakle, networking se pokazao kao jedan od najvećih motivatora za crowdfundere (Čondić-Jurkić, 2015.).

Kako bismo pokazali potencijal networkinga na primjeru, možemo se vratiti na projekt Enfojer spomenut u dijelu 2.2.2. Kampanja za "tamnu komoru za razvijanje za pametne telefone" će vjerojatno privući proizvođače fotografskog papira koji mogu ponuditi suradnju vlasnicima projekta ili specijalizirane trgovine za foto opremu koje mogu poželiti uključiti novi proizvod u svoju ponudu.

4.1.4. MUDROST MASE

Crowdfunding platforme obično osiguravaju efikasni komunikacijski kanal koji omogućuje vlasnicima projekta izmjenu informacija s ulagateljima. Na taj način, crowdfunderi mogu dobiti povratnu informaciju od sudionika tržišta, upoznati nove partnere, ali i unaprijediti svoj projekt. Mudrost mase (Baumann, 2014.; Golić, 2016.) ili crowdsourcing (Stucki, 2014.), mogućnost mase da ponudi efikasna rješenja putem online savjetovanja ne treba podcijeniti. Jedan od kreatora prve hrvatske kompjutorske igre financirane putem crowdfundinga (*Legends of Dawn*) spomenuo je kako je jedan od motiva za izbor crowdfundinga kao načina financiranja nove igre *Wave of Darkness* bio dobivanje izravnog kontakta s kupcima koji im mogu davati prijedloge (Hafner, 2015.).

4.2. NEDOSTATCI

Iako crowdfunding sa sobom nosi i određene rizike za ulagatelje kao što su rizik prijevare, manjak transparentnosti, moguće razvodnjavanje vlasništva i nelikvidnost (Čondić-Jurkić, 2015.; Vedantam, 2016.) o kojima se neće detaljnije raspravljati u ovom radu, ne treba zaboraviti da se i vlasnici projekata moraju boriti s određenim nedostatcima.

4.2.1. MARKETING ZAHTJEVI

Administrativni tereti u vidu prikupljanja potrebne dokumentacije za bankarski kredit ili izrade prospekta za tržište kapitala karakteriziraju ostale izvore financiranja. Međutim, crowdfunding od vlasnika projekata zahtijeva intenzivnije uključivanje u marketing aktivnosti u kampanji (Grabner, 2015.). Obično se određeni projekti na crowdfunding platformi predstavljaju putem

videa koji treba biti dovoljno zanimljiv, informativan i motivirajući. Projekt je potrebno aktivno oglašavati i u socijalnim medijima kako bi se moglo profitirati od multiplikacijskog potencijala crowdfundinga.

Mnogo dobrih projekata je propalo jer vlasnici nisu uložili dovoljno truda u marketing. Dobar hrvatski primjer za to je računalna igra *Red Solstice* koja je 2012. preko platforme Indiegogo pokušala osigurati financiranje. Od zatraženih deset pribavljeno je samo tri tisuće dolara. Kampanja je ponovljena 2014. preko platforme Kickstarter sa zahtjevom od 50.000 USD-a koji su taj put i prikupljeni. Međutim, u drugoj kampanji je korištena sofisticiranija promotivna kampanja kojom su upravljali profesionalci te je održavana visoka razina interakcije s podržavateljima igre (Šojer, 2014.).

Dobra komunikacija predstavlja dio ulaganja u marketing i presudna je za uspjeh crowdfunding kampanje (Gross, 2014.). U odnosu s vlasnicima projekta, ulagatelji dobivaju bolje informacije i imaju osjećaj da su potpuno uključeni u projekt. Prema istraživanju Reservoir Fundsa, 86% vlasnika projekta redovito komunicira na socijalnim mrežama (Arnaud des Abbayes, 2015.), komentarima, slikama i video materijalima vezanim za kampanju. To može oduzimati dosta vremena s obzirom da netko mora čitav dan biti online prisutan što nije uvijek lako kombinirati sa svakodnevnim obvezama.

4.2.2. IZLOŽENOST INTELEKTUALNOG VLASNIŠTVA

Uz širi krug potencijalnih ulagatelja, dolazi i širi krug osoba koje mogu preuzeti poslovnu ideju. U određenim slučajevima, crowdfunding kampanje za inovativne proizvode navode karakteristike određenog proizvoda te pružaju dovoljno informacija koje i drugima omogućuju realizaciju tih proizvoda. Iskorištavanje inovativnih ideja se može spriječiti pravovremenom zaštitom intelektualnog vlasništva, ali obično razvoj ideje ovisi o financijskim sredstvima koja će tek biti prikupljena u kampanji. Stoga u ranoj fazi informacije o proizvodu još nisu dovoljno specifične za ishođenje patenta. Ipak, potrebno je naglasiti kako će finalizacija proizvoda jako ovisiti o vještinama i iskustvu izvođača te stoga neće baš svaka druga osoba moći dovršiti proizvod.

4.2.3. RISKIRANJE BUDUĆEG FINANCIRANJA

Neuspjeh prikupljanja sredstava putem crowdfundinga može dovesti do lošeg marketinga za projekt. Ukoliko banka odbije financirati poduzetnika, on može otići drugoj banci koja ne mora znati za odluku prve banke. U slučaju da projekt ne uspije prikupiti dovoljno novca putem crowdfundinga, za to zna cijela internet populacija koja može zbog neuspjelog financiranja stvoriti negativno mišljenje o projektu. Stoga na temelju tog iskustva i drugi načini financiranja predstojećih projekata iste osobe mogu imati negativne posljedice.

5. TROŠKOVI CROWDFUNDINGA

U sljedećim odlomcima neće biti govora o troškovima i potencijalnoj zaradi ulagatelja, već će troškovi biti analizirani iz perspektive vlasnika projekta.

5.1. TROŠKOVI PLATFORME

Prosječni troškovi crowdfundinga se ne mogu lako odrediti s obzirom da ovise o vrsti crowdfunding platforme i njenim internim pravilima. Ipak, kako bi se dobio bolji pregled troškova, oni će biti predstavljeni na primjeru tri crowdfunding platforme.

Indiegogo koji privlači većinu hrvatskih vlasnika projekta naplaćuje naknadu od 5% na sva prikupljena sredstva. Osim troškova platforme, kako se to navodi na njihovoj internetskoj stranici, mora se računati i s naknadama platnih servisa kao što su *Pay Pal* i kreditne kartice koje mogu iznositi od 3-5% prikupljenog iznosa (Indiegogo, 2016.). Potrebno je napomenuti kako za sada hrvatske platforme koje nude uslugu crowddonatinga ne naplaćuju naknade i stoga bi trebale biti privlačnije hrvatskim vlasnicima projekata, ali s obzirom na širi krug ulagatelja na stranim platformama, one su privlačnije.

Za razliku od transparentnosti naknada za crowddonating i crowdrewarding, troškove crowdlendinga nije bilo tako lako saznati. Naime, kako bi se dobile točne kamatne stope od crowdlending platformi, potrebno je platformi dati podatke o statusu zaposlenja i godišnjim prihodima kao i informacije o vlasništvu nekretnina i njihovoj mogućoj opterećenosti. Moguća naknada će onda ovisiti o ocjeni platforme temeljenoj na prikupljenim informacijama i uvjetima zajma. Ipak, **Prosper** je javno objavio raspon mogućih kamatnih stopa koje se protežu od 5,32-31,9% (Prosper o kamatnim stopama, 2016.). Osim kamatnih stopa, na Prosperu je potrebno računati i sa zatvarajućom naknadom tj. postotkom za koji će iznos zajma na računu zajmoprimca biti umanjen, od 0,5-4,95% (Prosper o naknadama, 2016.).

Seedrs kao najpoznatija crowdinvesting platforma ima vrlo jasnu administrativnu naknadu u iznosu od 7,5% ukupno prikupljenih sredstava, ali ukoliko u projektu sudjeluje barem jedan novi ulagatelj, naknada se smanjuje na 3,75% (Seedrs, 2016.). Ova okolnost pokazuje kako je mreža Seedrs ulagatelja vrlo ograničena i ne toliko dinamična te je stoga svaki novi ulagatelj dobro došao.

TABLICA 1.

Procijenjeni troškovi crowdfunding platformi u EUR-ima na primjeru 10.000 EUR-a

	Postotak kamatne stope	Iznos kamatne stope (A)*	Postotak naknade platforme	Iznos naknade platforme (B)	Postotak platne naknade	Iznos platne naknade (C)	Ukupno (A+B+C)
Indiegogo	/	/	5	500	3	300	800
Prosper	5,32	1.082,38	0,50	50	/	/	1.132,38
Seedrs	/	/	3,75		/	/	375

** Temeljem anuitetske otplate.*

Izvor: izračun autorice, Indiegogo, Prosper, Seedrs.

Kako bi se bolje prikazali troškovi crowdfundinga, predstavljeni su u tablici 1 na primjeru prikupljanja 10.000 EUR-a, pri čemu su korištene najniže moguće naknade, a u slučaju crowdlendinga vrijeme otplate od tri godine.

5.2. TROŠKOVI MARKETINGA

Kao što je objašnjeno u dijelu 4.2.1., marketing je jako važan za uspjeh crowdfunding kampanja. Iako većina vlasnika projekta uglavnom sama radi marketing, u slučaju većih ciljeva potrebno je razmisliti o angažiranju profesionalnog marketing stručnjaka zaduženog za strategiju, izradu promotivnog videa, najam oglasa, i sl.

Troškovi marketing usluga se teško mogu utvrditi jer će ovisiti o opsegu uključenih usluga i ugledu unajmljene marketing agencije. Ipak, prema procjeni Američke agencije za digitalni marketing, troškovi marketinga se procjenjuju na 15.000 USD-a (Command Partners, 2016.).

5.3. USPOREDBA S BANKARSKIM KREDITIMA

S obzirom na to da sve informacije nisu dostupne na internetskim stranicama banaka, kako bi se došlo do troškova koje banke obično naplaćuju za osobne i poduzetničke kredite, u svrhu ovog istraživanja su poslani upiti svim bankama u Hrvatskoj o kamatnim stopama i dodatnim troškovima kredita u iznosu od 10.000 EUR-a s otplatom na tri godine. Iznos kredita je izabran s obzirom na okolnost da su 2015. hrvatski vlasnici projekta na stranim crowdfunding platformama obično prikupljali iznos oko 10.000 USD-a (Hafner, 2016.). Od 27 kreditnih institucija kojima je bio poslan upit, odgovorilo je samo njih šest. Samo dva odgovora su uključivala brojčane podatke o kamatnim stopama i drugim troškovima dok su preostale banke odgovorile u standardnom obliku da se sve dostupne informacije mogu naći na njihovim internetskim stranicama i/ili da se svaki zahtjev obrađuje individualno i stoga točan izračun može varirati.

Usporedbom primljenih informacija s dostupnim informacijama na internetskim stranicama banaka, može se zaključiti kako se poduzetnički krediti obično izdaju uz kamatnu stopu od 7-8,5% i trošak obrade od 1% traženog iznosa. Potrebno je napomenuti kako u određenim slučajevima može doći i do određenih drugih troškova (primjerice javnog bilježnika). Kako bi se bolje prikazao iznos troškova koji proizlaze iz poduzetničkog bankarskog kredita od 10.000 EUR-a, oni su prikazani u tablici 2, izračunati za vrijeme otplate od tri godine. Ponovno, za potrebe izračuna je korištena najniža kamatna stopa.

TABLICA 2.

Procijenjeni troškovi bankarskog kredita na primjeru 10.000 EUR-a

Vrijeme otplate	Postotak kamatne stope	Iznos kamatne stope u EUR-ima (A)*	Postotak troška obrade	Iznos troška obrade u EUR-ima (B)	Ukupno u EUR –ima (A+B)
3 godine	7	1.431,55	1	100	1.531,55

**Baziran na otplati u anuitetima.*

Izvor: izračun autorice, Veneto banka d.d., Sberbank d.d.

Može se zaključiti kako ukupni trošak bankarskog kredita prelazi trošak crowdfunding platforme. Ipak, potrebno je uzeti u obzir kako angažiranje vanjskog marketing stručnjaka značajno povećava trošak crowdfundinga koji onda daleko prelazi troškove bankarskih kredita.

Čini se kako su banke već prepoznale tržišni potencijal crowdfundinga te su neke od njih počele stjecati udjele u crowdfunding platformama. Takav je primjer Berliner Volksbanke koje je 2013.

stekla udio u njemačkoj crowdinvesting platformi Bergfürst. Stručnjaci koji su sudjelovali u istraživanju Sveučilišta St. Gallen o razvoju crowdfundinga predviđaju kako će do 2020. godine 10% banaka na njemačkom govornom području aktivno surađivati s crowdfunding platformama, a 5% će imati i vlastite crowdfunding platforme (Blohm i dr., 2015.).

5.4. USPOREDBA S TRŽIŠTEM KAPITALA

Analiza troškova koji nastaju prikupljanjem novca na tržištu kapitala bi zahtijevala ekstenzivnu analizu naknada Središnjeg klirinškog depozitarnog društva d.d., uređenog tržišta i financijskih posrednika, administrativnih troškova itd. što bi prešlo okvire ovog istraživanja. Stoga su za analizu korišteni podaci iz pojedinih prospekata objavljenih u Hrvatskoj 2015. u kojima su jasno naznačeni prikupljen iznos sredstava i troškovi. Tekstovi prospekata su preuzeti s popisa odobrenih prospekata s internetske stranice Hanfe (2016.). Ti troškovi su prikazani u tablici 3.

TABLICA 3.

Troškovi prikupljanja novca na tržištu kapitala na primjeru nekih izdanja vrijednosnih papira u 2015.

Izdavatelj	Prikupljena sredstva u milijunima HRK-a	Datum odobrenja prospekta (2015.)	Iznos troškova u milijunima HRK-a	Postotak troškova u odnosu na prikupljena sredstva
Hrvatska poštanska banka d.d.	550	30. 10.	6,2	1,13
Tankerska Next Generation d.d.	104,3	16. 10.	1,2	1,15
Podravka d.d.	do 510	19. 6.	4	0,78
Luka Rijeka d.d.	300	19. 6.	2,3	0,77
Petrokemija d.d.	253,04	6. 3.	0,9	0,36
Granolio d.d.	94,02	27. 2.	2	2,13
HTP Korčula d.d.	do 66,02	13. 2.	0,23	0,35
Tankerska Next Generation d.d.	ca. 241,1	16. 1.	ca. 7,3	3,03
			Prosjek	**1,21**

Izvor: izračun autorice, Hanfa.

Valja naglasiti kako je teško uspoređivati trošak crowdfundinga i prikupljanja novca na tržištu kapitala s obzirom na to da Hrvati koriste crowdfunding za prikupljanje manjih iznosa novca (u prosjeku 10.000 USD-a kao što je navedeno u Hafner, 2016.), dok su prospekti korišteni u ovom istraživanju služili za prikupljanje značajnih sredstava (vidi tablicu 3). Ipak, kad se prosječni postotak troškova na tržištu kapitala (1,21%) usporedi s postotkom troškova koji naplaćuju crowdfunding platforme (3,75% i više kao što je prikazano u dijelu 5.1.), moglo bi se zaključiti kako su troškovi crowdfundinga značajno viši. Ipak, potrebno je uzeti u obzir da su troškovi na tržištu kapitala utemeljeni na ekonomiji razmjera. Samo neki od fiksnih troškova koji se pojavljuju prilikom izdavanja vrijednosnih papira, poput naknade Hanfe (sukladno članku 4, stavku 2 Pravilnika o vrsti i visini naknada i administrativnih pristojbi Hanfe) iznose skoro 4.000 EUR što prelazi sve navedene troškove na primjeru crowdfundinga iz dijela 5.1.

6. ZAKLJUČAK

Sve vrste crowdfundinga se mogu kategorizirati pod određene postojeće pravne institute razrađene u dijelu 2 pa nije potrebno donijeti posebne zakone kojim bi se crowdfunding samostalno regulirao.

Potrebno je uzeti u obzir da su se zemlje koje su krenule u zakonodavne aktivnosti vezane za crowdfunding uglavnom usmjerile na crowdlending i crowdinvesting, ali ne i na ostale vrste crowdfundinga. U tim zemljama je već i manja ponuda vrijednosnih papira zahtijevala objavljivanje prospekta i novo zakonodavstvo je usmjereno prije svega na dopuštenje ponuda vrijednosnih papira bez prospekta i za veće iznose pod određenim uvjetima. U Hrvatskoj je iznos iznad kojeg se zahtijeva objavljivanje prospekta postavljen na pet milijuna EUR-a, a s obzirom da crowdfunding kampanje obično imaju ciljeve daleko ispod tog iznosa, one nisu obuhvaćene regulativom prospekta.

Kad se usporedi s ostalim izvorima financiranja, crowdfunding nudi brojne prednosti poput šireg kruga potencijalnih ulagatelja, jednostavnog administrativnog provođenja, osluškivanja tržišta, networkinga i mogućnosti dobivanja korisnih savjeta od ulagatelja. U odnosu na osnovne troškove se pokazuje i povoljniji od bankarskih kredita. Teško ga je usporediti s tržištem kapitala s obzirom da ono obično služi za prikupljanje značajnih sredstava i utemeljeno je na ekonomiji razmjera. Stoga neki fiksni troškovi na tržištu kapitala daleko prelaze troškove uobičajene crowdfunding kampanje, iako se postotak troškova s obzirom na prikupljena sredstva na tržištu kapitala čini puno niži.

Međutim, kad se usporedi s ostalim izvorima financiranja, za uspješan crowdfunding je potrebno uložiti značajni trud u marketing. Ukoliko vlasnik projekta ne posjeduje dovoljno vještina i iskustva u marketingu, potrebno je računati s dodatnim troškovima vanjskih marketing stručnjaka koji mogu značajno povisiti troškove kampanje i učiniti crowdfunding skupljim od ostalih izvora financiranja. Stoga, crowdfunding ne može u potpunosti zamijeniti postojeće izvore financiranja.

Ipak, primjeri predstavljeni u ovom radu pokazuju kako se crowdfunding većinom koristi za financiranje kreativnih projekata koji imaju problema s tradicionalnim financiranjem. Stoga na njega treba gledati kao dodatak postojećim modelima financiranja koji se može koristiti kad oni zakažu. Čini se da su i banke prepoznale crowdfunding kao prosperitetnu alternativu te su neke od njih počele ostvarivati dobit kroz aktivno podržavanje crowdfunding platformi.

REFERENCE

1. Ancelle, J. i Fischer, P., 2016. *Regulation of Crowdfunding Activities in Switzerland: Where do we Stand?*. Jusletter. Dostupno na: <www.jusletter.ch>.
2. Arnaud des Abbayes, 2015. *Le crowdfunding, un nouveau marché?*. Paris: A. Franel.
3. Barbić, J., 2013. *Pravo društava, Knjiga druga, Društva kapitala*. Zagreb: Organizator.
4. Baumann, S., 2014. *Crowdinvesting im Finanzmarktrecht*. Zürich: Schulthess.
5. Blohm, I. [et al.], 2015. *Crowdfunding 2020: Komplement oder Substitut für die Finanzindustrie*. Norderstedt: Books on Demand.
6. Bradford, C. S., 2012. Crowdfunding and the Federal Securities Laws. *Columbia Business Law Review*, (1), str. 1-150
7. Clasen, B., 2015. Crowdfunding in Frankreich. *RIW*, (6), str. 344-350
8. CNB, 2016. *Kreditne institucije*. Dostupno na: <http://www.hnb.hr/temeljne-funkcije-/supervizija/popis-kreditnih-institucija>.
9. Command Partners. 2016. *How Much Does it Cost to Run a Crowdfunding Campaign?* Dostupno na: <http://commandpartners.com/blog/how-much-does-it-cost-to-run-a-crowdfunding-campaign>.
10. Čondić-Jurkić, I., 2015. Crowdfunding – što znamo o alternativnom izvoru financiranja?. *Notitia – časopis za održivi razvoj*, (1), str. 71-83
11. Crnić, I., 2012. *Zakon o obveznim odnosima*. Zagreb: Organizator.
12. Croatian Financial Services Supervisory Agency (Hanfa). 2016. *Popis odobrenih prospekata*. Dostupno na: <http://www.hanfa.hr/HR/nav/239/popis-odobrenih-prospekata.html>.
13. Cunningham, W.M., 2012. *The jobs act: crowdfunding for small businesses and startups*. New York: Apress. doi: 10.1007/978-1-4302-4756-2
14. Đurđenić, K., Krunić, V. i Simić S., 2016. Prospekt vrijednosnih papira – gdje smo i kamo idemo. *Pravo u gospodarstvu*, (2), str. 281-305
15. Erste&Steiermärkische Bank d.d., 2016. *Potrebna dokumentacija*. Dostupno na: <https://www.erstebank.hr/hr/Poslovni_subjekti/Mali_poduzetnici/Platni_promet/Potrebna_dokumentacija>.
16. European Commission, 2013. *Press Release: Crowdfunding in the EU - exploring the added value of potential EU action*. Dostupno na: <http://europa.eu/rapid/press-release_IP-13-906_en.htm?locale=en>.
17. European Commission, 2014. *Press Release: Commission roadmap to meet the long-term financing needs of the European economy*. Dostupno na: <http://europa.eu/rapid/press-release_IP-14-320_en.htm?locale=en>.
18. European Commission, 2016. *Press Release: Capital Markets Union: Commission supports crowdfunding as alternative source of finance for Europe's start-ups*. Dostupno na: <http://europa.eu/rapid/press-release_IP-16-1647_en.htm?locale=en>.
19. European Crowdfunding Network, 2015. *Germany Adopts Crowdfunding Rules*. Dostupno na: <http://eurocrowd.org/2015/04/28/germany-adopts-crowdfunding-rules/>.
20. Favrod-Coune, P. i Nafissi-Azar, S., 2016. *Le crowdfunding comme source alternative de financement des clubs professionnels de football*. CEDIDAC 2016/1.
21. FCA, 2015. *A review of the regulatory regime for crowdfunding and the promotion of non-readily realisable securities by other media*. Dostupno na: <https://www.fca.org.uk/static/documents/crowdfunding-review.pdf >.
22. Flebbe, M., 2015. *Crowdfunding als alternative Finanzierungsform: durch die Methode der Schwarmfinanzierung von der Idee zum Massenprodukt*. Hamburg: Diplomica.

23. François, B., 2015. "Le Financement participatif par souscription de titres: Étude en droit compare" u: Le Fur, V. *Le cadre juridique du crowdfunding: analyses prospectives*. Paris: Société de législation comparée.
24. Friganović, M., 2011. Oporezivanje darovanja u Republici Hrvatskoj. *Računovodstvo i porezi*, (6), str. 82-99.
25. Gierczak, M. M. [et al.], 2016. "Crowdfunding: Outlining the New Era of Fundraising" u: Brüntje, D. i Gajda, O. *Crowdfunding in Europe: state of the art in theory and practice*. Cham: Springer International Publishing.
26. Golić, Z., 2016. "Crowdfunding: Waker of Small Hidden Insignificant Funds?" u: Assadi, D. *Strategic approaches to successful crowdfunding*. Hershey: Business Science Reference. doi: 10.4018/978-1-4666-9604-4.ch012
27. Gorenc, V. [et al.], 2008. *Komantar Zakona o trgovačkim društvima*. Zagreb: RRiF.
28. Gorenc, V., 2005. *Komentar Zakona o obveznim odnosima*. Zagreb: RRiF.
29. Grabner, C., 2015. *Crowdfunding: a new financing and investment alternative*. Saarbrücken: AV Akademikerverlag.
30. Gross, J., 2014. *Crowdfunding: an equity financing instrument*. München: Grin.
31. Hafner, H., 2015. *Nakon LoD, zagrebački studio predstavio Wave of Darkness na Kickstarteru*. Dostupno na: <http://www.crowdfunding.hr/wave-of-darkness-2985>.
32. Hafner, H., 2016. *U Hrvatskoj do sada prikupljeno 10 milijuna kuna*. Dostupno na: <http://www.crowdfunding.hr/infografika-crowdfunding-u-hrvatskoj-2015-3376>.
33. Hazen, T. L., 2012. Crowdfunding or Fraudfunding? Social Networks and the Securities Laws – Why the Specially Tailored Exemption Must be Conditioned on Meaningful Disclosure. *North Carolina Law Review*, 90, str. 1735-1770.
34. Hooghiemstra, N. i De Buysere K., 2016. "The Perfect Regulation of Crowdfunding: What Should the European Regulator Do?" u: Brüntje, D. i Gajda, O. *Crowdfunding in Europe: state of the art in theory and practice.* Cham: Springer International Publishing. doi: 10.1007/978-3-319-18017-5_10
35. Hornuf, L. i Schwienbacher, A., 2015. Funding Dynamics in Crowdinvesting. *Research Papers in Economics*, 9/15. Dostupno na: <https://www.uni-trier.de/fileadmin/fb4/prof/VWL-/EWF/Research_Papers/2015-09.pdf>.
36. Indiegogo, 2013. *Old School Darkroom for Smartphones*. Dostupno na: <https://www.indiegogo.com/projects/enfojer-old-school-darkroom-for-smartphones#/>.
37. Indiegogo, 2016. *How much does Indiegogo cost?* Dostupno na: <https://support.indiegogo.com/hc/en-us/articles/204456408-How-much-does-Indiegogo-cost-Fees-Pricing>.
38. Klöhn, L. i Hornuf, L., 2015. Die Regelung des Crowdfunding im Regierungsentwurf des Kleinanlegerschutzgesetzes: Inhalt, Auswirkungen, Kritik, Änderungsvorschläge. *Der Betrieb*, 68(1), str. 47-53.
39. Kunda I., 2016. "Jurisdiction and Applicable Law in Crowdfunding" u: Primorac, Ž. [et al.]. *16th International Scientific Conference on Economic and Social Development – "The Legal Challenges of Modern World"*, str. 253-263.
40. Lefèvre, F. i Popescu B. F., 2015. *Le crowdfunding à la française*. Paris: Presses des Mines.
41. Lerro, A. M., 2014. *Italian Equity Crowdfunding Legislation: Laws and Regulations*. Roma: Lerro & Partners.
42. Massolution, 2015. *2015 CF Crowdfunding Industry*. Dostupno na: <http://www.massolution.com/>.
43. National Park Service, 2016. *Joseph Pulitzer*. Dostupno na: <https://www.nps.gov/stli/learn/historyculture/joseph-pulitzer.htm>.

44. Pope N. D., 2011. Crowdfunding Microstartups: It's Time for the Securities and Exchange Commission to Approve a Small Offering Exemption. *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, 13(4), str. 101-129
45. Prosper, 2016. *Fees*. Dostupno na: <https://www.prosper.com/help/contextual/fees/>.
46. Prosper. 2016. *What are loan interest rates and estimated lender returns?* Dostupno na: <https://prosper.zendesk.com/hc/en-us/articles/203328845-What-are-loan-interest-rates-and-estimated-lender-returns->.
47. Saria, G. i Stocker, F., 2015. *Unternehmensanleihen und Crowdfunding: Rechtliche und wirtschaftliche Grundlagen und Aspekte*. Wien: Manz.
48. Seedrs, 2016. *Getting Started*. Dostupno na: <https://www.seedrs.com/raise>.
49. Šojer, T., 2014. *Hrvatska igra Red Solstice: 'Propali' na Indiegogou, uspjeli na Kickstarteru*. Dostupno na: <http://www.netokracija.com/red-solstice-kickstarter-74097>.
50. Stucki, D., 2014. *Financer une entreprise par le crowdfunding: les nouvelles règles du crowdinvesting*. Paris: Eyrolles: Revue Banque éd.
51. Ulule, 2013. *Goulash Disko Festival*. Dostupno na: <http://de.ulule.com/goulash2013/>.
52. Vedantam, L., 2016. "Toward a Typology of Crowdfunding Motivation" u: Assadi, D. Strategic approaches to successful crowdfunding. Hershey: Business Science Reference.
53. World Bank, 2013. *Crowdfunding's Potential for the Developing World*. Dostupno na: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/17626 License: CC BY 3.0 IGO>.

PRAVNI IZVORI (ORGINALNI NAZIVI U ZAGRADAMA)

HRVATSKA:

Zakon o platnom prometu, Narodne novine 133/09 i 136/12

Zakon o alternativnim investicijskim fondovima, Narodne novine 16/13 i 143/14

Zakon o tržištu kapitala, Narodne novine 88/08, 146/08, 74/09, 54/13, 159/13, 18/15 i 110/15

Zakon o trgovačkim društvima, Narodne novine 111/93, 34/99, 121/99, 52/00, 118/03, 107/07, 146/08, 137/09, 125/11, 152/11, 111/12, 68/13 i 110/15

Zakon o kreditnim institucijama, Narodne novine 159/13, 19/15 i 102/15

Zakon o osiguranju depozita, Narodne novine 82/15

Zakon o porezu na dohodak, Narodne novine 177/04, 73/08, 80/10, 114/11, 22/12, 144/12, 120/12, 125/13, 148/13, 83/14, 143/14 i 136/15

Zakon o financiranju jedinica lokalne i područne (regionalne) samouprave, Narodne novine 117/93, 33/00, 73/00, 59/01, 107/01, 117/01, 150/02, 147/03, 132/06, 26/07, 73/08, 25/12, 147/14 i 100/15

Zakon o obveznim odnosima, Narodne novine 35/05, 41/08, 125/11 i 78/15

Zakon o porezu na dobit, Narodne novine 177/04, 90/05, 57/06, 146/08, 146/08, 80/10, 22/12, 148/13 i 143/14

Pravilnik o vrsti i visini naknada i administrativnih pristojbi Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga, Narodne novine 3/16

FRANCUSKA:

Zakon broj 2014-1053 o participativnom financiranju (Décret n. 2014-1053 relatif au financement participative, Službeno glasilo 215/14)

NJEMAČKA:

Zakon o imovinskim ulozima (Vermögensanlagengesetz od 6. prosinca 2011. (BGBl. I S. 2481), zadnji put izmijenje zakonom od 18. srpnja 2016. (BGBl. I S. 1666))

Zakon o zaštiti malih ulagatelja (Kleinanlegerschutzgesetz, BGBl. I 2015, S. 1114)

ITALIJA:

Zakonski dekret broj 179 “Daljnje hitne mjere za ekonomski rast zemlje” (Decreto Legge n. 179 "Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese", Službeno glasilo 294/12)

UJEDINJENO KRALJEVSTVO:

Regulatorna izjava 14/4 *The FCA’s regulatory approach to crowdfunding over the internet, and the promotion of non-readily realisable securities by other media* Dostupno na: <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps14-04.pdf>.

SAD:

Zakon o poticanju novih poslovnih projekata (Jumpstart Our Business Startups Act, H.R. 3606)

Zakon o zahtjevima registracije i objavljivanja iz 1933. (Securities Act of 1933, 15 U.S.C. § 77a et seq.)

Zakon o periodičnim zahtjevima obavještavanja iz 1934. (Securities Act of 1934, 15 U.S.C. § 78a et seq.)

EU:

Uredba Komisije 809/2004 od 29. travnja 2004. o provedbi Direktive 2003/71/EZ Europskog parlamenta i Vijeća u pogledu informacija koje sadrže prospekti te o njihovom obliku, upućivanju na informacije i objavljivanju takvih prospekata i distribuciji oglasa, 2004 O.J. L 149/1

Prijedlog uredbe kojom se dopunjuje Direktiva 2003/71/EZ Europskog parlamenta i Vijeća u pogledu regulatornih tehničkih standarda za odobrenje i objavu prospekta i distribuciju oglasa te mijenja Uredba Komisije 809/2004, C(2015) 8379 final