UNIVERZITA KARLOVA

Právnická fakulta

Mgr. Jakub Peštál

Modely crowdfundingových platforem z perspektivy nového unijního nařízení

Rigorózní práce

Pověřený akademický pracovník: doc. JUDr. Tomáš Sejkora, Ph.D.

Tematický okruh: Finanční právo

Datum vypracování práce (uzavření rukopisu): 03.08.2023

Prohlašuji, že jsem předkládanou rigorózní práci vypracoval samostatně, že všechny použité zdroje byly řádně uvedeny a že práce nebyla využita k získání jiného nebo stejného titulu.

Dále prohlašuji, že vlastní text této práce včetně poznámek pod čarou má 311 230 znaků včetně mezer.

Mgr. Jakub Peštál

V Praze dne 03.08.2023

Tímto bych rád poděkoval doc. JUDr. Tomáši Sejkorovi, Ph.D. za vstřícný přístup a poskytnuté odborné rady při zpracování této práce. Dále bych rád poděkoval všem mým blízkým za dosavadní podporu nejen při sepisu této práce.

Obsah

Úvod ... 1
1 Crowdfunding, jeho vývoj a dělení ... 3
1.1 Crowdfunding jako pojem ... 3
1.2 Vývoj a historie ... 5
1.3 Druhy crowdfundingu ... 9
1.3.1 Nefinanční crowdfunding ... 10
1.3.1.1 Dárcovský crowdfunding ... 10
1.3.1.2 Odměnový crowdfunding ... 11
1.3.2 Finanční crowdfunding ... 13
1.3.2.1 Úvěrový crowdfunding ... 14
1.3.2.2 Investiční crowdfunding ... 15
2 Nařízení o crowdfundingu ... 16
2.1 Působnost Nařízení o crowdfundingu – východiska ... 18
2.2 Úvěrový crowdfunding dle Nařízení o crowdfundingu ... 20
2.2.1 Vymezení úvěrového vztahu ... 20
2.2.2 Decentralizovaný model ... 27
2.2.2.1 Zástupce decentralizovaného modelu – Investown, Occollo ... 28
2.2.3 Věřitelská solidarita ... 30
2.2.3.1 Zástupce modelu s věřitelskou solidaritou – NEBANKA ... 32
2.2.4 Komisionářský model ... 34
2.2.4.1 Zástupce komisionářského modelu – Fingood ... 39
2.2.5 Participační model ... 41
2.2.6 Podmíněné participace ... 44
2.2.7 Smíšený model – postupování pohledávek ... 48
2.3 Investiční crowdfunding dle Nařízení o crowdfundingu ... 51
2.3.1 Základní vymezení ... 51

2.3.2 Nástroje ... 51
2.3.3 Investiční služby ... 54
2.3.4 Platformy investičního crowdfundingu ... 61
2.4 Negativní vymezení působnosti Nařízení o crowdfundingu ... 62
2.4.1 Nadlimitní projekty ... 62
2.4.2 Spotřebitel jako vlastník projektu ... 64
3 Právní regulace modelů nespadajících do působnosti Nařízení o crowdfundingu ... 67
3.1 Centralizovaný model úvěrového crowdfundingu – participační model ... 67
3.1.1 Zákon o investičních společnostech a investičních fondech ... 67
3.1.1.1 Shromažďování prostředků od veřejnosti ... 69
3.1.1.2 Společné investování ... 70
3.1.1.3 Závislost návratnosti investice nebo zisku investora na hodnotě nebo výnosu majetku, do kterého byly prostředky investovány ... 77
3.1.1.4 Zákonná výjimka dle § 2 písm. a) ZISIF ... 80
3.1.1.5 Dílčí závěr ... 80
3.1.2 Právní povaha klasických participací ... 81
3.1.2.1 Klasická participace jako tichá cese? ... 81
3.1.2.2 Přestupkové řízení ČNB ... 83
3.1.2.3 Klasická participace jako investiční nástroj dle ZPKT? ... 86
3.1.2.4 Dílčí závěr ... 93
3.2 Smíšený model úvěrového crowdfundingu – postupování pohledávek ... 94
3.3 Spotřebitelský crowdfunding ... 94
3.3.1 Směrnice CCD a MCD, ZSÚ ... 94
3.3.2 Přestupková řízení ČNB ... 99
Závěr ... 109
Seznam použitých zdrojů ... 115
Modely crowdfundingových platforem z perspektivy nového unijního nařízení ... 127

Crowdfunding platform models from the perspective of the new EU regulation 129

Seznam zkratek

CCD	Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2008/48/ES ze dne 23. dubna 2008 o smlouvách o spotřebitelském úvěru a o zrušení směrnice Rady 87/102/EHS
ČNB	Česká národní banka
MCD	Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/17/EU ze dne 4. února 2014 o smlouvách o spotřebitelském úvěru na nemovitosti určené k bydlení a o změně směrnic 2008/48/ES a 2013/36/EU a nařízení (EU) č. 1093/2010
MiFID II	Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně směrnic 2002/92/ES a 2011/61/EU
Nařízení o crowdfundingu	Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2020/1503 ze dne 7. října 2020 o evropských poskytovatelích služeb skupinového financování pro podniky a o změně nařízení (EU) 2017/1129 a směrnice (EU) 2019/1937
Nařízení o prospektu	Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2017/1129 ze dne 14. června 2017 o prospektu, který má být uveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování na regulovaném trhu, a o zrušení směrnice 2003/71/ES
Občanský zákoník	Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník
Směrnice o prospektu	Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES ze dne 4. listopadu 2003 o prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování, a o změně směrnice 2001/34/ES
SŘS	Zákona č. 150/2002 Sb., soudní řád správní
Zákon o dohledu	Zákon č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu a o změně a doplnění dalších zákonů

Zákon o platebním styku	Zákon č. 370/2017 Sb., o platebním styku
ZISIF	Zákon č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech
ZOK	Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích)
ZPKT	Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu
ZSÚ	Zákon č. 257/2016 Sb., o spotřebitelském úvěru

Úvod

Crowdfunding se v posledních letech dostává stále více do povědomí jak subjektů působících na finančním trhu, tak i laické veřejnosti. Na oblibě získává crowdfunding jako alternativní způsob obstarání financování různých dobročinných či podnikatelských projektů, získání úvěrování spotřebitelů a rovněž jako způsob zhodnocení finančních prostředků investorů.

V dnešní turbulentní době, kdy ceny energií v kombinaci s vysokou inflací[1] zatěžují domácnosti a peněženky celého obyvatelstva České republiky, se finanční crowdfunding dostává do popředí o to výrazněji. Crowdfundingové platformy v rámci svého marketingu využívají těchto okolností a snaží se přilákat investory z řad běžného obyvatelstva, kteří v České republice s nikterak vysokou finanční gramotností[2] mohou podlehnout vábení hesel jako „pasivní příjem“, „finanční nezávislost“ a „garantovaný výnos“.

Rozhraní crowdfundingových platforem bývají uživatelsky přívětivá a přehledná. Proces registrace na crowdfundingovou platformu a provedení investice představuje pro uživatele zpravidla jednoduchou záležitost. Současně aspekt investování do „českých projektů“, který některé platformy při reklamní propagaci svých služeb zdůrazňují, může na investory působit důvěryhodným a bezpečným dojmem. Investování prostřednictvím crowdfundingových platforem tak může (z)lákat množství lidí, kteří by jinak o investování možná vůbec neuvažovali.

Na finančním trhu, Českou republiku nevyjímaje, působí řada platforem poskytujících crowdfundingové služby s různými obchodními modely. V České republice neexistuje zvláštní regulace komplexně upravující fenomén crowdfundingu, pomyslný „zákon o crowdfundingu“ nebyl přijat a ani neexistují indicie o jeho přípravě.

Existuje několik druhů crowdfundingu a jejich možných podkategorií. Dle zvoleného obchodního modelu platformy se na crowdfunding vztahuje řada právních předpisů, které při svém vzniku nezohledňovaly jeho existenci.

[1] Průměrná roční míra inflace v ČR v roce 2022 byla 15,1 % a teprve v červnu 2023 se meziročně dostala pod dvoucifernou procentuální hodnotu na 9,7 %, viz ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. Inflace, spotřebitelské ceny. In: *Czso.cz* [online] [cit. 31.07.2023]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/inflace_spotrebitelske_ceny

[2] Dle Indexu finanční gramotnosti každoročně zveřejňovaného Českou bankovní asociace se index za rok 2023 nachází na 56 bodech ze 100, stejně jako v předcházejícím roce. V podrobnostech viz ČESKÁ BANKOVNÍ ASOCIACE. Finanční gramotnost Čechů 2023. In: *Cbaonline.cz* [online] [cit. 31.07.2023]. Dostupné z: https://cbaonline.cz/financni-gramotnost-cechu-2023

Na poli finančního crowdfundingu se situace však, alespoň částečně s ohledem na svou působnost, mění důsledkem přijetí Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2020/1503 ze dne 7. října 2020 o evropských poskytovatelích služeb skupinového financování pro podniky a o změně nařízení (EU) 2017/1129 a směrnice (EU) 2019/1937 (Nařízení o crowdfundingu), které je účinné od 21. listopadu 2021.

Téma crowdfundingu se tak i z tohoto důvodu dostává do popředí, neboť Nařízení o crowdfundingu stanovuje subjektům provozujícím crowdfundingové platformy spadající do jeho působnosti povinnost získat nejpozději do 10. listopadu 2023 zvláštní povolení. Toto povolení musejí získat jak nové subjekty plánující započetí poskytování crowdfundingových služeb, tak na trhu již působící platformy.

Nařízení o crowdfundingu se vztahuje na crowdfunding úvěrový i investiční, tedy na oba druhy finančního crowdfundingu. Z hlediska vymezení působnosti Nařízení o crowdfundingu však vyvstává otázka, jaké obchodní modely crowdfundingu spadají do jeho působnosti a jaké nikoliv. V návaznosti na to pak následuje otázka, jakou právní regulací se řídí platformy s obchodními modely finančního crowdfundingu, které do působnosti Nařízení o crowdfundingu spadat nebudou.

V práci je nejprve vymezen crowdfunding jako pojem, jeho dělení a druhy. Následně je provedena analýza vymezení působnosti Nařízení o crowdfundingu na úvěrový a investiční crowdfunding. V práci jsou zohledněny aktuální crowdfundingové platformy působící na českém trhu jako představitelé jednotlivých obchodních modelů finančního crowdfundingu.

Autor této práce se pokouší odpovědět na otázku, jaké obchodní modely crowdfundingu vyhovují a spadají do působnosti Nařízení o crowdfundingu a jaká je právní regulace existujících obchodních modelů crowdfundingových platforem, které do působnosti Nařízení o crowdfundingu nespadají. Tato rigorózní práce si tak klade za cíl poskytnout odpověď na otázku, jaká právní regulace dopadá na provozovatele platforem finančního crowdfundingu dle jeho jednotlivých obchodních modelů.

1 Crowdfunding, jeho vývoj a dělení

Jakékoliv úvahy na téma crowdfundingu vyžadují výchozí představení pojmu crowdfunding jako takového. V úvodní kapitole této práce se tak představuje crowdfunding jako pojem se svými charakteristickými/definičními znaky, dělení crowdfundingu na různé druhy a stručný pohled do historie tohoto fenoménu.

1.1 Crowdfunding jako pojem

Napříč různými zdroji lze nalézt mnoho více či méně specifických definic crowdfundingu. Crowdfunding lze v obecné rovině chápat jako jednu z metod získávání finančních prostředků na financování projektů[3], konkrétněji pak jako otevřenou výzvu k veřejnosti s tímto cílem.[4] Klíčový znak crowdfundingu spočívá právě ve shromáždění získaného financování ze strany početné skupiny osob, kdy každá z těchto osob poskytne toliko dílčí část finančních prostředků z celku, namísto získání financování od malého počtu kvalifikovaných investorů[5], či jen jediného investora, kterým může být například banka, fond rizikového kapitálu (tzv. venture capital) nebo tzv. angel investor.[6] Veřejnost je s cílem získání finančních prostředků oslovena prostřednictvím internetové platformy spojující osoby poskytující finanční prostředky s osobami prostředky poptávajícími[7], tedy bez zapojení klasického zprostředkovatele financování.[8]

Další z definic crowdfundingu jej považuje za otevřenou výzvu, většinou zveřejněnou na internetu, k poskytnutí finančních zdrojů, a to buďto ve formě darování nebo výměnou za budoucí

[3] GENERÁLNÍ ŘEDITELSTVÍ PRO VNITŘNÍ TRH, PRŮMYSL, PODNIKÁNÍ A MALÉ A STŘEDNÍ PODMINKY (EVROPSKÁ KOMISE). *Vysvětlení pojmu skupinové financování (crowdfunding): průvodce pro malé střední podniky* [online]. Úřad pro publikace Evropské unie, 2017, s. 6 [cit. 07.08.2022]. ISBN 978-92-79-45183-6. Dostupné z: https://data.europa.eu/doi/10.2873/818322

[4] EVROPSKÁ KOMISE. *Sdělení Komise Evropskému parlamentu, Radě, Evropskému hospodářskému a sociálnímu výboru a Výboru regionů: Uvolnění potenciálu skupinového financování v Evropské unii* [online]. Brusel, 2014, s. 2 [cit. 07.08.2022]. Dostupné z: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/PDF/?uri=CELEX:52014DC0172

[5] BELLEFLAMME, Paul, Thomas LAMBERT a Armin SCHWIENBACHER. Crowdfunding: Tapping the right crowd. *Journal of Business Venturing* [online]. 2014, roč. 29, č. 5, s. 586 [cit. 07.08.2022]. ISSN 0883-9026. Dostupné z: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1836873

[6] Jedná se o individuálního investora používajícího svůj vlastní kapitál k investování do podniků nebo projektů s velkým růstovým potenciálem, viz Angel Investor (Business Angel). In: *ManagementMania.com* [online] [cit. 30.07.2023]. Dostupné z: https://managementmania.com/cs/angel-investor-business-angel

[7] BELLEFLAMME, Paul, Nessrine OMRANI a Martin PEITZ. The economics of crowdfunding platforms. *Information Economics and Policy* [online]. 2015, roč. 33, s. 12 [cit. 07.08.2022]. ISSN 0167-6245. Dostupné z: https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0167624515000463

[8] MOLLICK, Ethan. The dynamics of crowdfunding: An exploratory study. *Journal of Business Venturing* [online]. 2014, roč. 29, č. 1, s. 1 [cit. 07.08.2022]. ISSN 0883-9026. Dostupné z: https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S088390261300058X

produkt nebo nějakou formu odměny, za účelem podpory iniciativ různých záměrů.[9] Konkrétněji pojaté definice crowdfundingu v sobě sice již zahrnují rozdělení různých druhů crowdfundingu, současně však mohou potenciálně opomíjet další způsoby získání financování považované rovněž za crowdfunding, jako například tzv. *P2P lending* nebo kampaň k získání financí iniciovanou fanoušky hudební skupiny.[10]

S ohledem na v dnešní době již rozšířené využití crowdfundingu k různým účelům, přičemž do budoucna lze předpokládat jeho další rozšíření co do způsobu využití, lze obecnou univerzální definici crowdfundingu postihující všechny možné modely a druhy crowdfundingu obsáhnout jen stěží.[11] Pro účely jakékoliv právní úpravy crowdfundingu tak vždy bude potřebné vymezit, negativně i pozitivně, jaký soubor činností daný právní předpis crowdfundingem rozumí.

I přes neexistenci univerzální všeobjímající definice crowdfundingu lze identifikovat následující znaky, které charakterizují moderní crowdfunding:

- osoba poptávající finanční prostředky, typicky k realizaci konkrétního záměru;
- online výzva k poskytnutí požadovaných peněžních prostředků k realizaci záměru v podobě „projektu“ umístěném na internetové platformě;
- mnohost osob poskytujících finanční prostředky, přičemž každá z nich poskytuje zpravidla pouze malou část z celku poptávaného objemu peněžních prostředků[12];
- propojení mezi poptávkou po získání financování a její nabídkou se odehrává výlučně na internetové platformě.[13]

Samotný pojem *crowdfunding* se skládá ze dvou anglických slov. První z nich – „crowd“ – lze přeložit jako *dav* a druhý z nich – „funding“ – jako *financování*. Doslovným překladem do češtiny by tak bylo *„davové financování/financování davem“*. Nařízení o crowdfundingu, stejně jako další

[9] BELLEFLAMME, Paul, Thomas LAMBERT a Armin SCHWIENBACHER. Crowdfunding: Tapping the right crowd. *Journal of Business Venturing* [online]. 2014, roč. 29, č. 5, s. 588 [cit. 07.08.2022]. ISSN 0883-9026. Dostupné z: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1836873

[10] MOLLICK, Ethan. The dynamics of crowdfunding: An exploratory study. *Journal of Business Venturing* [online]. 2014, roč. 29, č. 1, s. 2 [cit. 07.08.2022]. ISSN 0883-9026. Dostupné z: https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S088390261300058X

[11] Ibid.

[12] To však nevylučuje, aby se konkrétního projektu účastnilo i jen několik investorů (či případně pouze jeden jediný), kdy každý z nich poskytne peněžní prostředky i v řádech jednotek milionů Kč.

[13] Při poskytování služeb představujících crowdfunding se ze strany provozovatele platformy nejedná o poskytování jiných služeb regulovaných na finančním trhu, jako jsou služby kolektivního investování, pojišťovnictví nebo bankovnictví. Crowdfunding tedy vyplňuje specifickou oblast ve finančním sektoru a představuje výjimku z úpravy právní investičních služeb (viz např. recitál 10 a 43 preambule Nařízení o crowdfundingu, čl. 2 odst. 1 písm. p) MiFID II nebo § 4b odst. 1 písm. n) ZPKT. V tomto ohledu blíže viz níže v této práci.

dokumenty institucí EU, překládá crowdfunding jako *skupinové financování*.[14] V jedné z prvních monografií vydaných v České republice týkajících se finančního crowdfundingu se autoři domnívají, že přiléhavějším překladem by byl termín *„financování veřejností“*, neboť při crowdfundingu se osoba poptávající kapitál obrací na anonymní veřejnost spíše než na nějakou skupinu.[15] S tímto názorem souhlasím za předpokladu, že za crowdfunding považujeme toliko oslovení velkého množství předem blíže neidentifikovaných subjektů s výzvou k poskytnutí finančních prostředků.

Osobně nazírám na crowdfunding z komplexního hlediska, kdy považuji za jeho nezbytnou fázi nejen proces oslovování veřejnosti jakožto potenciálních investorů, ale rovněž i následné načerpání peněžních prostředků ze strany osoby poptávající financování, užití těchto prostředků na jeho konkrétní podnikatelský projekt a v případě finančního crowdfundingu také následné splácení poskytnutých prostředků. Pokud tak za crowdfunding, respektive za jeho nedílnou součást, budeme považovat nejen oslovení potenciálních investorů, ale rovněž samotné poskytnutí finančních prostředků touto metodou od těchto investorů jako jeden ze způsobů financování, nepovažuji termín *„skupinové financování“* za nepřiléhavý. V rámci tohoto nazírání na crowdfunding tak lze onou *„skupinou“* chápat tu část veřejnosti, která se propojila s totožným cílem a vytvořila *„skupinu“* investorů, která poskytne finanční prostředky.

Domnívám se, že v dnešní době hojného užívání anglicismů v českém jazyce bude v rámci laické, obchodní a právnické veřejnosti užíváno spíše anglického pojmu *crowdfunding* než jeho jakéhokoliv českého překladu. Ačkoliv osobně nejsem zastáncem (nad)užívání anglicismů v českém jazyce, ve vztahu ke crowdfundingu nepovažuji používání anglického výrazu za rušivé. Jedná se o stále relativně nový fenomén, který představuje novodobý alternativní způsob financování (a investování) a jehož anglické označení lze považovat rovněž za moderní a atraktivní, což považuji za zcela souladné s celkovou koncepcí novodobého crowdfundingu.[16]

1.2 Vývoj a historie

Ačkoliv k rozmachu crowdfundingu v jeho současném pojetí začalo docházet v posledních zhruba 15 letech, a to díky vývoji digitálních technologií a masovému rozšíření přístupu

[14] GENERÁLNÍ ŘEDITELSTVÍ PRO VNITŘNÍ TRH, PRŮMYSL, PODNIKÁNÍ A MALÉ A STŘEDNÍ PODMINKY (EVROPSKÁ KOMISE). *Vysvětlení pojmu skupinové financování (crowdfunding): průvodce pro malé střední podniky* [online]. Úřad pro publikace Evropské unie, 2017, s. 6 [cit. 07.08.2022]. ISBN 978-92-79-45183-6. Dostupné z: https://data.europa.eu/doi/10.2873/818322

[15] NĚMEC, Libor a Jana ZAHRÁNKOVÁ. *Finanční crowdfunding*. 1. vyd. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2019, s. 1. ISBN 978-80-7552-980-0.

[16] V této práci tak bude užíváno i označení „crowdfunding“ ve vztahu k Nařízení o crowdfundingu, které jej překládá jako „skupinové financování“.

k internetu, koncept získání finančních zdrojů od veřejnosti není nikterak nový. S jistou mírou nadsázky by se tak na crowdfundingu dalo považovat za jedinou novátorskou věc jeho pojmenování.[17] Samotné první zaznamenané užití termínu *crowdfunding* se připisuje Michaelu Sullivanovi, který na svém blogu dne 12.08.2006 označil crowdfunding jako vhodné pojmenování klíčového elementu svého projektu *„fundavlog“* spočívajícího ve financování veřejností (v originále *„crowd“*).[18]

Základy crowdfundingového odvětví však sahají do Irska na počátku 18. století, kdy *„praotec mikropůjček“* Jonathan Swift[19] založil *„Irish Loan Fund“*. Ten poskytoval půjčky malého rozsahu nízkopříjmovým rodinám z venkova, které by nezískaly finanční prostředky od bankovních institucí. Do konce 19. století bylo v Irsku provozováno na 300 fondů fungujících na obdobném principu. Skupinová/davová (*„crowd“*) složka financování úvěrových fondů spočívala v darech, které poskytovali fondům majetnější občané. Ti v těchto darech spatřovali způsob, jak charitativně pomoct zástupcům chudé části obyvatelstva, kterým mohly být poskytnuty krátkodobé a nízkoobjemové půjčky.[20]

Za jednu z prvních kampaní s charakterem crowdfundingu pak lze označit počin Josepha Pulitzera z 16.03.1885. Ten ve svých novinách *New York World* nechal otisknout svým čtenářům otevřenou výzvu k přispění finančních prostředků pro dokončení piedestalu pro Sochu svobody. Během období 6 měsíců byla zhruba 125.000 přispěvateli nashromážděna částka přesahující 100.000 $, přičemž většina příspěvků byla nejvýše v částce 1 $.[21] Po této úspěšné kampani bylo v novinách *New York World* otisknuto jméno každého z přispěvatelů.[22]

V historii však lze nalézt i starší úspěšné kampaně s prvky crowdfundingu, kdy za pomoci drobných příspěvků od obyvatelstva byl financován konkrétní projekt. Zmíněn může být například anglický básník Alexander Pope, který v roce 1713 požádal veřejnost o peněžní příspěvky na svou práci spočívající v přeložení řecké poezie do angličtiny, včetně Homérovy Íliady, a to výměnou za

[17] ROUZÉ, Vincent, ed. Crowdsourcing and Crowdfunding: The Origins of a New System? In: ROUZÉ, Vincent, ed. *Cultural Crowdfunding: Platform Capitalism, Labour and Globalization* [online]. London: University of Westminster Press, 2019, s. 16 [cit. 22.08.2022]. ISBN 978-1-912656-39-4. Dostupné z: https://www.uwestminsterpress.co.uk/site/books/e/10.16997/book38/

[18] Ibid., s. 21.

[19] Jonathan Swift se proslavil více jako básník, romanopisec a satirik, jehož patrně nejznámějším dílem jsou Gulliverovy cesty.

[20] A Brief History of Crowdfunding [Infographic]. In: *Startups.com* [online] [cit. 23.08.2022]. Dostupné z: https://www.startups.com/library/expert-advice/history-of-crowdfunding

[21] Joseph Pulitzer - Statue Of Liberty. In: *Nps.gov* [online] [cit. 23.08.2022]. Dostupné z: https://www.nps.gov/stli/learn/historyculture/joseph-pulitzer.htm

[22] HERVÉ, Fabrice a Armin SCHWIENBACHER. Crowdfunding and Innovation. *Journal of Economic Surveys* [online]. 2018, roč. 32, č. 5, s. 1515 [cit. 23.08.2022]. ISSN 1467-6419. Dostupné z: https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/joes.12274

zveřejnění jmen dárců v poděkování obsaženém v prvním vydání knihy. Obdobnou cestou se vydal například i známý hudební skladatel Wolfgang Amadeus Mozart, který na konci 18. století za účelem uskutečnění tří klavírních koncertů ve Vídni požádal veřejnost o peněžní prostředky výměnou za rukopis představení.[23]

Za první kampaň s prvky crowdfundingu uskutečněnou na území dnešní České republiky bývá považováno financování stavby a následné opravy Národního divadla. Na financování jeho stavby a samotné otevření divadla dne 11.06.1881 a opravu po požáru umožňující jeho znovuotevření dne 18.11.1883 se podílela prostřednictvím veřejných sbírek a darů široká veřejnost včetně šlechty, císaře a bohaté buržoazie.[24]

Za stěžejní crowdfundingovou kampaň je pak namístě považovat fanoušky financované turné britské rockové hudební skupiny *Marillion* po USA. Kapela pomocí svých fanoušků shromáždila 60.000 $, což jí umožnilo uskutečnit turné po USA, na které neměla vlastní finanční prostředky.[25] Úspěch tohoto projektu a na něj navazující další projekty financované ze strany fanoušků, společně s rozšiřující se dostupností internetu, zapříčinily na počátku 21. století růst popularity crowdfundingu v jeho moderním pojetí. V roce 2001 byla v USA založena dodnes fungující platforma *ArtistShare*, která umožňuje umělcům získat financování svých hudebních projektů od širokého publika.[26] Tato platforma sama sebe označuje za vůbec první *„fan-funding"* platformu, tedy platformu založenou na zprostředkování financování od fanoušků (z anglického *„fan"* – česky *„fanoušek"*).

Po vzoru úspěšné platformy *ArtistShare* byla v roce 2008 založena platforma *Indiegogo* a v roce 2009 platforma *Kickstarter*, které provozují tzv. dárcovský a odměnový crowdfunding.[27] Tyto platformy prostřednictvím crowdfundingových kampaní umožnily financování humanitních projektů (například včetně výtvarného umění, tance, návrhářství, módy, filmografie, hudby, fotografování či divadla) stejně jako projekty společenského rázu (projekty komunitní, vzdělávací,

[23] SHNEOR, Rotem, Liang ZHAO a Bjørn-Tore FLÅTEN, eds. *Advances in crowdfunding: Research and Practice* [online]. Cham, Switzerland: Palgrave Macmillan, 2020, s. 222. ISBN 978-3-030-46309-0. Dostupné z: https://doi.org/10.1007/978-3-030-46309-0

[24] Historie - Národní divadlo. In: *Narodni-divadlo.cz* [online] [cit. 24.08.2022]. Dostupné z: https://www.narodni-divadlo.cz/cs/sceny/narodni-divadlo/historie

[25] ROUZÉ, Vincent, ed. Crowdsourcing and Crowdfunding: The Origins of a New System? In: ROUZÉ, Vincent, ed. *Cultural Crowdfunding: Platform Capitalism, Labour and Globalization* [online]. London: University of Westminster Press, 2019, s. 21 [cit. 22.08.2022]. ISBN 978-1-912656-39-4. Dostupné z: https://www.uwestminsterpress.co.uk/site/books/e/10.16997/book38/

[26] SHNEOR, Rotem, Liang ZHAO a Bjørn-Tore FLÅTEN, eds. *Advances in crowdfunding: Research and Practice* [online]. Cham, Switzerland: Palgrave Macmillan, 2020, s. 223. ISBN 978-3-030-46309-0. Dostupné z: https://doi.org/10.1007/978-3-030-46309-0

[27] K různým druhům crowdfundingu viz následující podkapitola.

náboženské či zdravotnické) a rovněž umožnily financování drobnějších podnikatelských projektů jednotlivců či podniků (týkajících se např. sportu, počítačových her, technologií, gastronomie či nakladatelství).[28]

Rovněž v českém internetovém prostředí se začaly rozbíhat dárcovské a odměnové crowdfundingové platformy, konkrétně například v roce 2012 založená platforma *HitHit*, roku 2013 založený *Startovač* nebo teprve nedávno v roce 2019 vzniklá platforma *Donio.* Díky těmto platformám a po jejich vzoru vznikajících platformách se začal moderní crowdfunding dostávat do povědomí širší (i laické veřejnosti) veřejnosti.

Jakmile se dárcovský a odměnový crowdfunding začal stávat velmi úspěšným konceptem pro získání peněžních prostředků, bylo nasnadě předpokládat, že obdobný přístup by se dal využít při získávání peněžních prostředků ve finančním světě, tedy při poskytování peněžních prostředků podnikatelům jakožto formy investování volných peněžních prostředků s vidinou jejich zhodnocení.[29] Crowdfunding se tak začal rozšiřovat nejen v podobě prim hrajícího „charitativního" či „mecenášského" pojetí přispěvatelů, ale rovněž jako možnost získat financování od investorů, kteří svoje peněžní prostředky poskytnou s vidinou jednak jejich budoucího návratu a jednak potenciálního zisku ve formě finančního crowdfundingu.

Crowdfundingové platformy zaměřené na finanční crowdfunding pak dle mého názoru, na rozdíl od platforem provozujících nefinanční crowdfunding s populárními zástupci jako *Kickstarter* nebo *Indiegogo*, ze své podstaty nedosahují velkého přeshraničního či celosvětového rozvoje, neboť finanční crowdfunding podléhá v rámci různých zemí a s tím spojených právních prostředí odlišné reglementaci.

U finančního crowdfundingu je charakteristický koncept zachován, tj. poskytnutí peněžních prostředků větším počtem osob na konkrétní projekt, do hry však vstupuje důležitý prvek, a to očekávané zhodnocení poskytnutých peněžních prostředků ze strany investorů. Crowdfunding se tak stal nejen alternativním zdrojem financování, ale rovněž alternativním způsobem investování volných peněžních prostředků, a to i/zejména ze strany nekvalifikovaných (a mnohdy nezkušených) investorů (široké veřejnosti).

[28] FREEDMAN, M. David a R. Matthew NUTTING. *A Brief History of Crowdfunding: Including Rewards, Donation, Debt, and Equity Platforms in the USA* [online]. 2014, s. 2. Dostupné z: https://www.freedman-chicago.com/ec4i/History-of-Crowdfunding.pdf

[29] SHNEOR, Rotem, Liang ZHAO a Bjørn-Tore FLÅTEN, eds. *Advances in crowdfunding: Research and Practice* [online]. Cham, Switzerland: Palgrave Macmillan, 2020, s. 223. ISBN 978-3-030-46309-0. Dostupné z: https://doi.org/10.1007/978-3-030-46309-0

Případné selhání záměru financovaného v rámci finančního crowdfundingu, do kterého investoři investovali své volné prostředky s vidinou jejich zhodnocení, mohou investoři vnímat velmi citlivě. Selhání takto financovaného záměru totiž může vyústit v částečnou či až úplnou ztrátu investory poskytnutých peněžních prostředků. S tím se pojí nutnost regulace platforem provozujících finanční crowdfunding a jimi provozovaných činností stran nutnosti získání různých oprávnění, plnění informační povinnosti vůči příslušnému dozorujícímu orgánu i investorům samotným a dalších povinností a omezení vztahujících se na tento druh crowdfundingu.

Je tak dle mého názoru nasnadě, že rozmach těchto platforem je limitován zejména na národní pole působnosti. I s ohledem na zaměření práce na finanční crowdfunding v České republice a jeho novou regulaci tak nemá valného opodstatnění namátkově jmenovat v zahraničí působící platformy bez přesahu na český finanční sektor. Naopak za vhodné až nezbytné pro účely této práce považuji představit a v následujících pasážích této práce popsat modely platforem provozujících finanční crowdfunding. Za již zaběhlé platformy lze považovat zejména platformu *Fingood* založenou roku 2014, platformu *Fundlift* založenou v roce 2015, platformy *Upvest* a *RONDA INVEST* z roku 2017 nebo *Investown* z roku 2019. Všechny uvedené platformy, které budou v následujících pasážích práce mnohokrát v různých souvislostech zmíněny, jsou dnes aktivní a jejich provozovatelé se tak musejí vypořádat s dopady Nařízení o crowdfundingu na jejich činnost.

Z výše uvedeného stručného popisu vývoje vedoucího až k dnešnímu stavu, kdy jsou napříč vyspělými zeměmi, Českou republiku nevyjímaje, provozovány crowdfundingové platformy s různými obchodními modely, je evidentní, že shromáždění většího obnosu peněžních prostředků prostřednictvím drobnějších příspěvků od veřejnosti není nikterak ojedinělým konceptem. Od veřejných dobročinných sbírek, přes soukromé snahy jednotlivců o financování vlastního záměru, založených na poskytnutí peněžních prostředků výměnou za čestné uznání či drobné protiplnění nepeněžitého charakteru, došlo k rozvoji crowdfundingu finančního.

V tomto druhu crowdfundingu, tj. finančním crowdfundingu, investor neposkytuje svoje peněžní prostředky nezištně bez vidiny jejich budoucího zhodnocení a příjemce těchto peněžních prostředků neočekává jejich získání bez budoucí povinnosti je vrátit či se s investory spolupodílet na zisku z daného projektu či svého podnikání.

1.3 Druhy crowdfundingu

Jak již bylo nastíněno v předcházející kapitole, crowdfunding nezahrnuje pouze jediný možný model. Za nejzákladnější rozdělení crowdfundingu lze považovat rozdělení podle toho, jestli

poskytovatel peněžních prostředků očekává nebo neočekává jejich návratnost, a to na crowdfunding *nefinanční* a *finanční.* Každý z těchto dvou základních druhů bývá dále rozdělován na další 2 poddruhy. U *nefinančního* crowdfundingu se jedná o rozdělení na *dárcovský* a *odměnový* crowdfunding, u *finančního* crowdfundingu pak na *úvěrový* a *investiční.*[30] Celkově tedy bývají rozeznávány 4 základní typy crowdfundingu. Na základě dalších kritérií může být crowdfunding rozdělen mnoha různými způsoby, například dle předmětu financování či odvětví, do kterého spadá daný financovaný projekt. Uvedené základní dělení crowdfundingu je v následující podkapitole dále popsáno.

1.3.1 Nefinanční crowdfunding

Při nefinančním crowdfundingu se jedná o takové poskytnutí peněžních prostředků, kdy jejich poskytovatelé neočekávají žádnou finanční návratnost.[31] V návaznosti na to, jestli se poskytovatelům peněžních prostředků dostane vůbec nějakého protiplnění ze strany příjemce peněžních prostředků, se nefinanční crowdfunding rozděluje na crowdfunding *dárcovský a odměnový.*

Nefinanční crowdfunding tak slouží jako způsob poskytnutí peněžních prostředků na různé, zpravidla dobročinné či obecně prospěšné projekty, kdy ekonomický benefit je výrazně zastoupen u příjemce peněžních prostředků. Poskytovatelé peněžních prostředků jsou k jejich poskytnutí motivováni zpravidla jinými důvody, než je jejich zhodnocení. Cílem u nefinančního crowdfundingu je i v případě po poskytnutí odměny nefinančního charakteru to, aby příjemce poskytnutých peněžních prostředků na konci crowdfundingové kampaně disponoval (výrazně) vyššími prostředky, než kterými disponoval při jejím spuštění.

1.3.1.1 Dárcovský crowdfunding

Při poskytování peněžních prostředků prostřednictvím dárcovského (anglicky *„donation-based“*) crowdfundingu se ze strany přispěvatelů, které v tomto ohledu lze nazvat i sponzory či podporovateli, jedná o poskytnutí finanční podpory typicky charitativnímu projektu bez očekávání jakéhokoliv konkrétního protiplnění. Přispěvatelé jsou za poskytnutí peněžních prostředků

[30] ESMA EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS STAKEHOLDER GROUP. *SMSG position paper on Crowdfunding* [online]. 2014, s. 2 [cit. 28.08.2022]. Dostupné z: https://www.esma.europa.eu/document/smsg-position-paper-crowdfunding; SHNEOR, Rotem a Ziaul Haque MUNIM. Reward crowdfunding contribution as planned behaviour: An extended framework. *Journal of Business Research* [online]. 2019, roč. 103, s. 56 [cit. 28.08.2022]. ISSN 0148-2963. Dostupné z: https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S014829631930373X

[31] ESMA EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS STAKEHOLDER GROUP. SMSG position paper on Crowdfunding [online]. 2014, s. 2 [cit. 28.08.2022]. Dostupné z: https://www.esma.europa.eu/document/smsg-position-paper-crowdfunding

„odměněni“ zejména vděkem příjemce těchto prostředků, zveřejněním svého jména jako přispěvatele (což samo o sobě může být považováno za určitý typ odměny[32], jak je uvedeno níže) a vlastním dobrým pocitem z podpory užitečné věci (a případně možného daňové odpočtu). Synonymním označením pro dárcovský crowdfunding tak může být crowdfunding *benefiční* či *charitativní*, neboť se zde jedná typicky o finanční podporu veřejně prospěšných projektů, kulturních projektů a charitativních akcí, jako například pomoc při přírodních katastrofách nebo jednotlivcům v životní či zdravotní nouzi.[33]

Crowdfunding tohoto typu poskytuje konkrétnímu altruistickému snažení mnoho výhod vyplývajících z jednoho z charakteristických znaků moderního crowdfundingu, a tedy jeho provozování prostřednictvím internetové platformy. Internetové crowdfundingové platformy využívají moderní komunikační kanály včetně sociálních sítí, což poskytuje větší možnost interakce v reálném čase mezi přispěvateli (např. doplnění aktuálních informací o projektu či zprostředkování komentářů nebo živých video přenosů autorů projektu), a to nejen v průběhu samotného vybírání finančních prostředků, ale i po poskytnutí jejich příjemci. Mezi další výhody pak patří vysoká efektivita celého procesu akumulace peněžních prostředků a větší geografický dosah, kdy se přispěvateli mohou stát i osoby nepocházející z regionu (či dokonce země) příjemce peněžních prostředků.[34]

V České republice provozuje dárcovský crowdfunding například již zmíněná platforma *Donio* nebo platformy *Darujme.cz a Daruj správně*, celosvětově pak působí například americká platforma *GoFundMe*.

1.3.1.2 Odměnový crowdfunding

Odměnový (anglicky *„reward-based“*) crowdfunding je založen na principu výměny peněžních prostředků ze strany přispěvatelů za protiplnění nefinančního charakteru ze strany příjemce peněžních prostředků, a to v podobě konkrétní odměny, zboží nebo služby. Přispěvatelé zde neočekávají návratnost poskytnutých prostředků nebo odměnu ve finanční podobě, protiplnění

[32] BELLEFLAMME, Paul, Nessrine OMRANI a Martin PEITZ. The economics of crowdfunding platforms. *Information Economics and Policy* [online]. 2015, roč. 33, s. 12 [cit. 07.08.2022]. ISSN 0167-6245. Dostupné z: https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0167624515000463

[33] BIEMANS, Jan. Reward-Based Crowdfunding and EU Consumer Rights. *European Review of Private Law* [online]. 2020, roč. 28, č. 1, s. 54 [cit. 28.08.2022]. ISSN 0928-9801. Dostupné z: https://kluwerlawonline.com/JournalArticle/European+Review+of+Private+Law/28.1/ERPL2020004

[34] SHNEOR, Rotem, Liang ZHAO a Bjørn-Tore FLÅTEN, eds. *Advances in crowdfunding: Research and Practice* [online]. Cham, Switzerland: Palgrave Macmillan, 2020, s. 148. ISBN 978-3-030-46309-0. Dostupné z: https://doi.org/10.1007/978-3-030-46309-0

zpravidla spočívá v obdržení konkrétního produktu či služby (či přinejmenším slevě na jejich pořízení), na jejichž výrobu/vývoj byly peněžní prostředky poskytnuty.[35]

Často se tak jedná o druh předprodeje konkrétního produktu ze strany osoby poptávající financování, což jednak může způsobit vysoká prodejní čísla v prvopočátcích uvedení daného produktu na trh a současně sloužit jako ukazatel zájmu o daný produkt a míru očekávaného úspěchu na trhu.[36] Crowdfundingová kampaň mimo samotného poskytnutí požadovaných peněžních prostředků může sloužit jako užitečný marketingový nástroj zvyšující povědomí veřejnosti o nadcházejícím vyvíjeném produktu/službě.[37] Přispěvatelé se v tomto typu crowdfundingu s ohledem na očekávající protiplnění však vystavují riziku, že jimi finančně podpořený projekt buďto přímo selže, nebo se odchýlí od své původně proklamované podoby, doby uskutečnění nebo dodání samotného produktu.[38]

Formou protiplnění ze strany příjemce peněžních prostředků může být například rovněž umožnění přispěvatelům spolupodílet se na daném produktu tvůrčím způsobem nebo také setkání s autory daného projektu.[39] Stran nabízených odměn jako protiplnění za přijaté peněžní prostředky se tak lze setkat s nejrůznějšími variantami, přičemž originalitě se meze nijak nekladou. Nabízená odměna tak leckdy nemusí přímo souviset s daným projektem. Například jako odměna může být použit již vyráběný a zavedený produkt, přičemž crowdfundingová kampaň směřuje na získání financí pro výrobu produktu nového a (zcela) odlišného.

V rámci projektů financovaných prostřednictvím odměnového crowdfundingu je rovněž běžná přítomnost prvku dárcovského crowdfundingu. Přispěvatelům je tak dána možnost přispět na daný projekt i bez jakéhokoliv protiplnění, či pouze ve formě poděkování (např. na internetových stránkách příjemce peněžních prostředků). Zpravidla je tato možnost dána přispěvatelům při

[35] BIEMANS, Jan. Reward-Based Crowdfunding and EU Consumer Rights. *European Review of Private Law* [online]. 2020, roč. 28, č. 1, s. 54 [cit. 28.08.2022]. ISSN 0928-9801. Dostupné z: https://kluwerlawonline.com/JournalArticle/European+Review+of+Private+Law/28.1/ERPL2020004

[36] SHNEOR, Rotem, Liang ZHAO a Bjørn-Tore FLÅTEN, eds. *Advances in crowdfunding: Research and Practice* [online]. Cham, Switzerland: Palgrave Macmillan, 2020, s. 120. ISBN 978-3-030-46309-0. Dostupné z: https://doi.org/10.1007/978-3-030-46309-0

[37] BROWN, Terrence E., Edward BOON a Leyland F. PITT. Seeking funding in order to sell: Crowdfunding as a marketing tool. *Business Horizons* [online]. 2017, roč. 60, č. 2, s. 193 [cit. 28.08.2022]. ISSN 0007-6813. Dostupné z: https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0007681316301264

[38] SHNEOR, Rotem a Ziaul Haque MUNIM. Reward crowdfunding contribution as planned behaviour: An extended framework. *Journal of Business Research* [online]. 2019, roč. 103, s. 59 [cit. 28.08.2022]. ISSN 0148-2963. Dostupné z: https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S014829631930373X

[39] MOLLICK, Ethan. The dynamics of crowdfunding: An exploratory study. *Journal of Business Venturing* [online]. 2014, roč. 29, č. 1, s. 3 [cit. 07.08.2022]. ISSN 0883-9026. Dostupné z: https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S088390261300058X

poskytování nejnižší částky s tím, že je umožněno její navýšení ze strany přispěvatele nebo není nijak omezen počet poskytnutí tohoto druhu příspěvku.

V České republice lze považovat za nejznámější odměnové crowdfundingové platformy platformu *Startovač* nebo *Hithit*, celosvětově pak platformy *Kickstarter* a *Indiegogo.*

1.3.2 Finanční crowdfunding

Pod finanční crowdfunding se řadí takové formy crowdfundingu, u nichž poskytovatel peněžních prostředků očekává v nějaké podobě jejich návratnost.[40] V návaznosti na nástroji použitém při poskytnutí peněžních prostředků se finanční crowdfunding dělí na *úvěrový* a *investiční*.

Cílem finančního crowdfundingu je to, aby jak příjemce poskytnutých peněžních prostředků, tak i jejich poskytovatel, z provedeného obchodu finančně profitovali. Poskytovatel peněžních prostředků v návaznosti na typ finančního crowdfundingu získá buďto zpět jím poskytnuté peněžní prostředky navýšené o sjednaný úrok, nebo získá kapitálový podíl na subjektu poptávajícím prostřednictvím finančního crowdfundingu peněžní prostředky či se stane vlastníkem cenného papíru typicky vydaného tímto subjektem.

Z hlediska poskytovatelů financí se tak jedná o jeden z možných způsobů investování peněžních prostředků s vidinou navýšení svého majetku. Finanční crowdfunding může pro investory představovat novou cestu (další) diverzifikace investic a možnost dosažení nadprůměrných zisků oproti obvyklejším investičním produktům dostupným na trhu.[41] U finančního crowdfundingu tak u poskytovatelů peněžních prostředků není dominantně (či vůbec) zastoupen prvek dobročinnosti a ti tak nejsou ani označováni jako „podporovatelé“ nebo „sponzoři“, na rozdíl od crowdfundingu nefinančního.

Z hlediska příjemců financování se pak jedná o získání peněžních prostředků potřebných k vlastní spotřebě, typicky pak k rozvoji vlastního podnikatelského záměru za účelem dosažení zisku. Finanční crowdfunding představuje pro příjemce peněžních prostředků alternativní možnost získání financování, pokud tradiční způsoby financování nemůže či nechce využít. Finanční

[40] EUROPEAN BANKING AUTHORITY. *Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding* [online]. EBA, 2015, s. 8 [cit. 28.08.2022]. Dostupné z: https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/983359/f6106173-dc94-4d22-ade8-d40fce724580/EBA-Op-2015-03%20%28EBA%20Opinion%20on%20lending%20based%20Crowdfunding%29.pdf?retry=1

[41] SHNEOR, Rotem, Liang ZHAO a Bjørn-Tore FLÅTEN, eds. *Advances in crowdfunding: Research and Practice* [online]. Cham, Switzerland: Palgrave Macmillan, 2020, s. 226. ISBN 978-3-030-46309-0. Dostupné z: https://doi.org/10.1007/978-3-030-46309-0

crowdfunding může být lákavou a leckdy i jedinou možností zajištění externího financování zejména pro tzv. start-upy a malé a střední podniky.[42]

1.3.2.1 Úvěrový crowdfunding

O úvěrovém crowdfundingu (anglicky *„lending-based“*, *„credit-based“*, *„loan-based“* či *„crowdlending“*) se hovoří v případě, že jsou peněžní prostředky poskytnuty ze strany investorů jejich příjemci jako úvěr či (zá)půjčka. Peněžní prostředky jsou ze strany investorů poskytovány na předem určenou dobu se zpravidla fixní úrokovou sazbou.[43]

Úvěrový crowdfunding bývá označován rovněž jako tzv. P2P (peer-to-peer) lending, což odkazuje na jistou (horizontální) rovinu mezi investory a příjemci prostředků (z anglického „peers“ znamenající „vrstevníky“ či „sobě rovné“). Některé zdroje považují P2P lending za synonymní označení pro úvěrový crowdfunding[44], jiné zdroje pak považují P2P lending za jednu z podkategorií úvěrového crowdfundingu rozlišující se na základě subjektu poptávajícího financování. P2P lending v tomto pojetí představuje takovou formu úvěrového crowdfundingu, při níž příjemce peněžních prostředků je stejně jako jejich poskytovatel jednotlivec v podobě spotřebitele nebo fyzické osoby podnikající (jedná se tak o fyzickou osobu), přičemž zkratka P2P tak může odpovídat i „person-to-person“ lendingu, tedy poskytování financí lidem od lidí. Další podkategorií v tomto pojetí představuje tzv. peer-to-business (P2B) lending, kdy jednotlivci (fyzické osoby) poskytují peněžní prostředky malým či středně velkým podnikům, tedy právnickým osobám.

Úvěrový crowdfunding představuje ve své podstatě přímou alternativu ke klasickému způsobu externího financování, typicky bankovního, neboť se zde poskytují peněžní prostředky jejich

[42] BELLEFLAMME, Paul, Nessrine OMRANI a Martin PEITZ. The economics of crowdfunding platforms. *Information Economics and Policy* [online]. 2015, roč. 33, s. 12 [cit. 07.08.2022]. ISSN 0167-6245. Dostupné z: https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0167624515000463

[43] BIEMANS, Jan. Reward-Based Crowdfunding and EU Consumer Rights. *European Review of Private Law* [online]. 2020, roč. 28, č. 1, s. 54 [cit. 28.08.2022]. ISSN 0928-9801. Dostupné z: https://kluwerlawonline.com/JournalArticle/European+Review+of+Private+Law/28.1/ERPL2020004

[44] DIRECTORATE-GENERAL FOR INTERNAL MARKET, INDUSTRY, ENTREPRENEURSHIP AND SMES. *Crowdfunding explained: a guide for small and medium enterprises on crowdfunding and how to use it* [online]. Publications Office of the European Union, 2017, s. 7 [cit. 29.08.2022]. Dostupné z: https://data.europa.eu/doi/10.2873/313319; ESMA EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS STAKEHOLDER GROUP. *SMSG position paper on Crowdfunding* [online]. 2014, s. 2 [cit. 28.08.2022]. Dostupné z: https://www.esma.europa.eu/document/smsg-position-paper-crowdfunding; SHNEOR, Rotem a Ziaul Haque MUNIM. Reward crowdfunding contribution as planned behaviour: An extended framework. Journal of Business Research [online]. 2019, roč. 103, s. 2–3 [cit. 28.08.2022]. ISSN 0148-2963. Dostupné z: https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S014829631930373X; SHNEOR, Rotem, Liang ZHAO a Bjørn-Tore FLÅTEN, eds. *Advances in crowdfunding: Research and Practice* [online]. Cham, Switzerland: Palgrave Macmillan, 2020, s. 68. ISBN 978-3-030-46309-0. Dostupné z: https://doi.org/10.1007/978-3-030-46309-0

příjemci na základě smlouvy o úvěru.[45] Existuje více modelů úvěrového crowdfundingu, přičemž v každém z nich stojí či stál v počátku úvěr poskytnutý osobě poptávající financování. Jak bude v této práci dále popsáno, právě větší počet možných obchodních modelů úvěrového crowdfundingu může představovat problematický aspekt stran určení působnosti pravidel konkrétní právní úpravy na daný obchodní model úvěrového crowdfundingu.

1.3.2.2 Investiční crowdfunding

Investiční crowdfunding (anglicky *„investment-based“, „equity-based“ či „crowdinvesting“*) obecně představuje takovou formu crowdfundingu, při níž osoba poptávající peněžní financování nabízí prostřednictvím crowdfundingové platformy účastnické nebo dluhové finanční nástroje.[46] V rámci investičního crowdfundingu je tak nabízen investorům (po)díl na osobě poptávající financování, a to skrze nabytí investičního nástroje. Typicky se jedná o nabytí účastnického cenného papíru, nebo cenného papíru představujícího právo jeho vlastníka (investora) na vyplacení určité částky, kdy se jedná typicky o dluhopisy. Výnos investorů z poskytnutých peněžních prostředků plyne z realizace práva na podíl na zisku spojeného s účastnickým cenným papírem, nebo z úrokového výnosu spojeného s dluhopisem.[47]

Je-li v rámci investičního crowdfundingu investorem nabyt skutečný podíl na obchodní společnosti, zisk investora může být představován jednak v podobě práva na podíl na zisku, ale rovněž v rozdílu mezi výší poskytnuté investice při nabytí tohoto podílu a jeho následném prodeji, při němž se hodnota tohoto podílu zvýšila spolu s hodnotou samotné obchodní společnosti, která v rámci investičního crowdfundingu investorům nabídla podíly. Pro úplnost stran rozdělení crowdfundingu je třeba zmínit, že se lze setkat rovněž s označením finančního crowdfundingu ve výše uvedeném smyslu jako crowdfundingu investičního. Toto označení pak zřejmě pramení z obecného chápání investice jako poskytnutí peněžních prostředků jednak s očekáváním jejich navrácení a jednak navýšené o dosažené zhodnocení. V tomto pojetí by tak investiční crowdfunding jako svoji podkategorii zahrnoval i crowdfunding úvěrový.

[45] DIRECTORATE-GENERAL FOR INTERNAL MARKET, INDUSTRY, ENTREPRENEURSHIP AND SMES. *Crowdfunding explained*, s. 14.

[46] DIRECTORATE-GENERAL FOR FINANCIAL STABILITY, FINANCIAL SERVICES AND CAPITAL MARKETS UNION (EVROPSKÁ KOMISE). *COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT: Crowdfunding in the EU capital markets union* [online]. 2016, s. 8 [cit. 31.08.2022]. Dostupné z: https://finance.ec.europa.eu/publications/crowdfunding-eu-capital-markets-union_en

[47] HOBZA, Martin. Nařízení o crowdfundingu. I. část - působnost. *Obchodněprávní revue: odborný recenzovaný časopis pro obchodní právo a právo finančních trhů.* 2021, roč. 13, č. 3, s. 190. ISSN 1803-6554.

2 Nařízení o crowdfundingu

Nařízení o crowdfundingu představuje ve své finální přijaté podobě výsledek řádného legislativního postupu, ve kterém došlo k dialogu mezi Evropskou komisí, Evropským parlamentem a Radou Evropské unie.[48] Původní návrh předložený Evropskou komisí byl v průběhu legislativního procesu podroben řadě úprav, přičemž jednou z nejpodstatnějších z nich bylo opuštění dobrovolnosti získání povolení poskytovatele služeb skupinového financování. Původní návrh Nařízení o crowdfundingu nezasahoval do vnitrostátních právních úprav upravujících činnosti provozovatelů crowdfundingových platforem, nýbrž představoval fakultativní režim pro ty provozovatele crowdfundingových platforem, kteří by měli zájem rozšířit svou činnost v evropském přeshraničním měřítku. K tomu jim mělo sloužit povolení dle původního návrhu Nařízení o crowdfundingu.[49]

Přijaté znění Nařízení o crowdfundingu s tímto dobrovolným režimem nepracuje a pro všechny provozovatele crowdfundingových platforem, kteří provozují činnosti představující „službu skupinového financování“ dle čl. 2 odst. 1 písm. a) Nařízení o crowdfundingu a spadají tak do jeho působnosti, stanovuje povinnosti získat příslušné povolení. Toto povolení jeho držitele opravňuje poskytovat služby skupinového financování ve všech členských zemích Evropské unie, což představuje zásadní administrativní ulehčení expanze na evropské trhy. Současně však Nařízení o crowdfundingu stanovuje povinnost získat toto povolení i těm provozovatelům, kteří hodlají působit pouze na vnitrostátní úrovni.

Nařízení o crowdfundingu vstoupilo v platnost 09.11.2020 a je účinné od 10.11.2021. Subjekty, které by měly zájem nově poskytovat služby spadající do působnosti Nařízení o crowdfundingu jako služby skupinového financování, tak od okamžiku nabytí účinnosti Nařízení o crowdfundingu musí nejdříve získat povolení příslušného národního orgánu. V České republice se tímto příslušným orgánem s účinností k 29.05.2022 dle § 192a odst. 1 písm. l) ZPKT ČNB, kdy nabyl účinnosti zákon č. 96/2022 Sb., kterým se mění některé zákony v oblasti finančního trhu zejména v souvislosti s implementací předpisů Evropské unie týkajících se unie kapitálových trhů, stala

[48] K podrobnému legislativnímu postupu blíže viz Procedure 2018/0048/COD COM (2018) 113: Návrh NAŘÍZENÍ EVROPSKÉHO PARLAMENTU A RADY o evropských poskytovatelích služeb skupinového financování pro podniky. In: *Eur-lex.europa.eu* [online] [cit. 25.06.2023]. Dostupné z: https://eur-lex.europa.eu/procedure/CS/2018_48

[49] K bližšímu obsahovému porovnání jednotlivých verzí během legislativního procesu viz MACCHIAVELLO, Eugenia. The European Crowdfunding Service Providers Regulation: The Future of Marketplace Lending and Investing in Europe and the ‘Crowdfunding Nature’ Dilemma. *European Business Law Review* [online]. 2021, roč. 32, č. 3, s. 602–604 [cit. 04.09.2022]. ISSN 0959-6941. Dostupné z: https://kluwerlawonline.com/JournalArticle/European+Business+Law+Review/32.3/EULR2021020

Česká národní banka. Tato několikaměsíční časová prodleva představující liknavost českého zákonodárce znemožňovala podat žádost o udělení příslušného povolení, neboť v České republice jednoduše neexistoval příslušný orgán k vedení licenčního řízení a udělení předmětného povolení.

Pro provozovatele crowdfundingových platforem, kteří již před 10.11.2021 poskytovali služby spadající do působnosti Nařízení o crowdfundingu, bylo stanoveno přechodné období do 10.11.2022. Po toto období mohli tito provozovatelé crowdfundingových platforem poskytovat své služby v souladu s vnitrostátní právní úpravou i nadále, a to až do okamžiku udělení příslušného povolení dle Nařízení o crowdfundingu nebo do konce tohoto období, podle toho, které datum nastalo dříve. Přechodné období se aplikovalo i v těch případech, kdy právní řád členského státu neobsahoval zvláštní sektorovou právní úpravu vztahující se na poskytování crowdfundingových služeb.[50]

Přechodné období mělo poskytnout již existujícím provozovatelům crowdfundingových platforem dostatečný časový prostor pro přizpůsobení své obchodní činnosti novému právnímu režimu a podání žádosti o udělení povolení dle Nařízení o crowdfundingu, stejně jako poskytnout příslušným národním orgánům dostatek času na shromáždění potřebných informací o těchto osobách při řízení o udělení licence.

Termín konce stanovené lhůty přechodného období se ukázal jako příliš ambiciózní a Evropská komise v souladu s čl. 48 odst. 1 Nařízení o crowdfundingu prodloužila přechodné období o jeden rok do 10.11.2023.[51] Další prodloužení se již nepředpokládá. Současní provozovatelé crowdfundingových platforem spadajících do působnosti Nařízení o crowdfundingu musí nejpozději do 10.11.2023 získat příslušné oprávnění a následně vyhovět veškerým obezřetnostním, organizačním a informačním požadavkům a dalším povinnostem kladeným na poskytovatele služeb skupinového financování dle Nařízení o crowdfundingu.

Právě otázka působnosti Nařízení o crowdfundingu představuje pro současné provozovatele crowdfundingových platforem stěžejní téma, neboť provozování činností Nařízením o crowdfundingu považovaných za „služby skupinového financování“ po rozhodném datu 10.11.2023 bez potřebného povolení bude naplňovat skutkovou podstatu přestupku dle § 161c odst. 1 písm. c) ZPKT (pro fyzické osoby), resp. § 184 odst. 2 písm. b) ZPKT (pro právnické

[50] Otázka č. 2.1 EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY. *Questions and Answers On the European crowdfunding service providers for business Regulation* [online]. ESMA, 2023, s. 13–14. Dostupné z: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-42-1088_qas_crowdfunding_ecspr.pdf

[51] Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2022/1988 ze dne 12. července 2022, kterým se podle čl. 48 odst. 1 nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2020/1503 prodlužuje přechodné období pro další poskytování služeb skupinového financování v souladu s vnitrostátním právem.

osoby). Správné právní posouzení povahy své činnosti tak ze strany provozovatelů těchto platforem představuje klíčový bod pro budoucí poskytování těchto služeb.

2.1 Působnost Nařízení o crowdfundingu – východiska

Nařízení o crowdfundingu svým plným názvem „o evropských poskytovatelích služeb skupinového financování pro podniky a o změně nařízení (EU) 2017/1129 a směrnice (EU) 2019/1937“ prozrazuje, že se vztahuje a ukládá povinnosti *poskytovatelům* služeb skupinového financování (tedy crowdfundingu) pro *podniky*. Již z jeho názvu tak plyne, že příjemci peněžních prostředků prostřednictvím zprostředkovaného crowdfundingu budou podniky, nikoliv tedy spotřebitelé. Samotné vymezení působnosti Nařízení o crowdfundingu je obsaženo v Kapitole I Nařízení o crowdfundingu obsahující čl. 1 a čl. 2, které by měly jasným způsobem odpovědět na otázku, na jaké modely crowdfundingu se Nařízení o crowdfundingu vztahuje.

Crowdfundingem (službou skupinového financování) se dle čl. 2 odst. 1 písm. a) Nařízení o crowdfundingu rozumí *„párování zájmů investorů a vlastníků projektů na financování podnikání prostřednictvím využití platformy skupinového financování, které zahrnuje kteroukoli z těchto činností:*

i) umožnění poskytování úvěrů;

ii) umisťování převoditelných cenných papírů a nástrojů přijatých pro účely skupinového financování vydaných vlastníky projektů nebo zvláštní účelovou jednotkou bez pevného závazku převzetí podle bodu 7 oddílu A přílohy I směrnice 2014/65/EU a přijímání a předávání pokynů klientů týkajících se těchto převoditelných cenných papírů a přijatých nástrojů pro účely skupinového financování podle bodu 1 uvedeného oddílu.

Nařízení o crowdfundingu se tak vztahuje na oba v části 1 této práce vymezené typy finančního crowdfundingu, tedy jak na (i) crowdfunding úvěrový, tak na (ii) crowdfunding investiční.

Za poskytovatele peněžních prostředků Nařízení o crowdfundingu označuje *„investora“*, kterým rozumí jakoukoliv fyzickou či právnickou osobu, *„která prostřednictvím platformy skupinového financování poskytuje úvěry nebo získává převoditelné cenné papíry nebo nástroje přijaté pro účely skupinového financování“*.[52]

Příjemce prostřednictvím crowdfundingu shromážděných a následně poskytnutých peněžních prostředků se označuje *„vlastník projektu“*, kterým je *„jakákoli fyzická či právnická osoba, která*

[52] Čl. 2 odst. 1 písm. i) Nařízení o crowdfundingu.

usiluje o financování prostřednictvím platformy skupinového financování“.[53] Za *„projekt skupinového financování“* označuje Nařízení o crowdfundingu *„podnikatelskou činnost nebo činnosti, pro které vlastník projektu hledá financování prostřednictvím nabídky skupinového financování“.*[54]

Samotnou crowdfundingovou platformu Nařízení o crowdfundingu označuje *„platformou skupinového financování“*, kterou se rozumí *„veřejně přístupný internetový informační systém, který provozuje nebo řídí poskytovatel služeb skupinového financování“.*[55] Nařízení o crowdfundingu tak zahrnutím internetového informačního systému do definice crowdfundingové platformy potvrzuje klíčovou roli internetu při poskytování crowdfundingu v jeho současném moderním pojetí, neboť případné provozování platformy mimo internet nebude představovat *službu skupinového financování* dle čl. 2 odst. 1 písm. a) Nařízení o crowdfundingu. Poskytovateli služeb skupinového financování dle definice Nařízení o crowdfundingu se však současně v souladu s čl. 12 odst. 13 Nařízení o crowdfundingu umožňuje provozování i ne-internetové verze platformy za předpokladu, že vyhoví příslušné národní nebo unijní právní úpravě.[56]

Domnívám se, že v praxi tato ne-internetová verze platformy využívána v hojném měřítku nebude. Právě skutečnost, že investoři mají možnost prakticky nepřetržitého přístupu do rozhraní platformy a využití jejích služeb z téměř jakéhokoliv zařízení připojeného k internetu, hrála nepochybně podstatnou roli při současném rozmachu moderních platforem finančního crowdfundingu.

Při provozování ne-internetové verze platformy se bude její provozovatel muset vypořádat s palčivou otázkou propagace podnikatelských projektů a získáváním peněžních prostředků od investorů. Zde se provozovatel musí při oslovování potenciálních investorů vypořádat s úpravou regulace reklamy nebo nekalé soutěže. Rovněž přichází v úvahu přímé oslovování potenciálních investorů. Formu přímého nabízení možnosti investic do podnikatelských projektů, tedy tzv.

[53] Čl. 2 odst. 1 písm. h) Nařízení o crowdfundingu.
[54] Čl. 2 odst. 1 písm. l) Nařízení o crowdfundingu; v této práci bude ve vztahu k Nařízení o crowdfundingu označován projekt skupinového financování rovněž jako „crowdfundingový projekt“.
[55] Čl. 2 odst. 1 písm. d) Nařízení o crowdfundingu; v této práci bude ve vztahu k Nařízení o crowdfundingu označována platforma skupinového financování rovněž jako „crowdfundingová platforma“.
[56] ESMA v tomto ohledu zastává názor, že v případě provozování crowdfundingové platformy ve smyslu Nařízení o crowdfundingu a současného provozování její ne-internetové podoby je pro daného provozovatele vhodné úzce spolupracovat s příslušným národním orgánem za účelem vyvarování vzniku negativního vlivu na ochranu poskytovanou nekvalifikovaným investorům; otázka č. 3.10 EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY. Questions and Answers On the European crowdfunding service providers for business Regulation [online]. ESMA, 2023, s. 18. Dostupné z: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-42-1088_qas_crowdfunding_ecspr.pdf

aktivní telemarketing, zásadním způsobem omezila nedávná novela zákona č. 127/2005 Sb., o elektronických komunikacích a o změně některých souvisejících zákonů (zákon o elektronických komunikacích). Ten nově dle svého § 95 a § 96 zakazuje aktivní telefonické nabízení marketingových služeb, ledaže volaný udělil předchozí výslovný souhlas do účastnického seznamu k tomu, aby byl aktivně kontaktován nabízením marketingových služeb. Tyto oblasti právní úpravy vztahující se k marketingu a oslovování investorů však mohou dopadat i na provozovatele internetové verze platformy.

Lze si současně představit, aby provozovatelé internetových crowdfundingových platforem umožnili potenciálním investorům uzavřít příslušnou smluvní dokumentaci vztahující se k danému investorem zvolenému podnikatelskému projektu fyzicky v písemné formě ve svých kancelářských prostorách. Tímto provozováním dvojí podoby procesu investování by se však mohli provozovatelé při poskytování služeb dle čl. 2 odst. 1 písm. a) bod ii) Nařízení o crowdfundingu, tedy u služeb investičního crowdfundingu představujících výjimku z MIFID II, vystavit riziku nutnosti získání příslušného oprávnění dle MiFID II, resp. ZPKT, neboť by k poskytování uvedených služeb nedocházelo prostřednictvím *platformy skupinového financování* ve smyslu čl. 2 odst. 1 písm. d) Nařízení o crowdfundingu.

Provozovatelem crowdfundingové platformy je pak *„poskytovatel služeb skupinového financování“*, kterým se rozumí *„právnická osoba, která poskytuje služby skupinového financování“*.[57]

2.2 Úvěrový crowdfunding dle Nařízení o crowdfundingu

V následující podkapitole bude rozebráno, jakým způsobem vymezuje Nařízení o crowdfundingu úvěrový crowdfunding. Následovat bude představení možných modelů úvěrového crowdfundingu, kterých se v praxi vyskytuje hned několik. U představených modelů úvěrového crowdfundingu bude zhodnoceno, zda a z jakých důvodů se na ně Nařízení o crowdfundingu vztahuje či nevztahuje. U jednotlivých modelů úvěrového crowdfundingu budou představeny konkrétní crowdfundingové platformy působící na českém trhu.

2.2.1 Vymezení úvěrového vztahu

V rámci úvěrového crowdfundingu dle Nařízení o crowdfundingu poskytuje investor na základě dohody peněžní prostředky v podobě úvěru/zápůjčky vlastníkovi projektu. Jedná se tak

[57] Čl. 2 odst. 1 písm. e) Nařízení o crowdfundingu.

materiálně o přesun peněžních prostředků z dispozice investora do dispozice vlastníka projektu se závazkem vlastníka projektu splatit je zpět investorovi.

Dle Nařízení o crowdfundingu spočívá činnost spadající do působnosti Nařízení o crowdfundingu v *„umožnění poskytování úvěrů“*.[58] Nařízení o crowdfundingu současně definici této služby neobsahuje. Dle recitálu 11 preambule Nařízení o crowdfundingu by mezi soubor těchto činností umožňujících poskytování úvěrů měly spadat služby jako je *„předkládání nabídek skupinového financování klientům a oceňování nebo hodnocení úvěrového rizika projektů skupinového financování nebo vlastníků projektů.“* Současně by dle recitálu 11 preambule Nařízení o crowdfundingu definice crowdfundingových služeb *„měla obsáhnout různé modely podnikání, které umožňují uzavření úvěrové smlouvy mezi jedním nebo více investory a jedním nebo více vlastníky projektů prostřednictvím platformy skupinového financování“,* přičemž úvěry spadající do působnosti Nařízení o crowdfundingu by měly být úvěry s nepodmíněnými závazky splacení sjednané částky investorovi.

Crowdfundingové platformy mají pouze umožnit investorům a vlastníkům projektů uzavírání úvěrových smluv a poskytovatel crowdfundingu v žádném okamžiku nejedná jako věřitel vlastníka projektu. Výslovně se v tomto recitálu odlišuje činnost poskytování úvěrů prostřednictvím crowdfundingu od činnosti úvěrové instituce, která *„poskytuje úvěry na vlastní účet a přijímá vklady nebo jiné splatné peněžní prostředky od veřejnosti“*. Nařízení o crowdfundingu zdůrazňuje roli poskytovatele crowdfundingových služeb coby neutrálního zprostředkovatele mezi investory a vlastníky projektů.[59]

Za účelem zamezení střetu zájmů zakazuje Nařízení o crowdfundingu provozovateli platformy přijmout v roli vlastníka projektu osoby majetkově nebo personálně propojené s provozovatelem. Současně pokud by tyto osoby vystupovaly v roli investorů, musí být tato informace zveřejněna a musí být zajištěno, že se tyto osoby nesetkají se zvýhodněným jednáním či přístupem k informacím.[60] Provozovatel crowdfundingové platformy musí za účelem předcházení střetům zájmů udržovat a uplatňovat účinná vnitřní pravidla.[61]

[58] Čl. 2 odst. 1 písm. a) bod i) Nařízení o crowdfundingu.
[59] Recitál 26 preambule Nařízení o crowdfundingu.
[60] Čl. 8 odst. 2 Nařízení o crowdfundingu.
[61] Čl. 8 odst. 3 Nařízení o crowdfundingu; upřesňující požadavky týkající se vnitřních pravidel a zamezování střetu zájmů ve smyslu čl. 8 odst. 7 Nařízení o crowdfundingu jsou stanoveny v Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2022/2111 ze dne 13. července 2022, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2020/1503, pokud jde o regulační technické normy upřesňující požadavky týkající se střetu zájmů u poskytovatelů služeb skupinového financování.

Provozovatel crowdfundingové platformy bude mít zpravidla uzavřenou smlouvu jak s investorem, tak vlastníkem projektu a svou činností pro obě strany umožní uzavření klíčové smlouvy úvěrového crowdfundingu, tedy samotné úvěrové smlouvy. Ve smlouvě s investorem bude sjednáno, za jakých podmínek a jakým způsobem platforma umožní investorovi propojení s vlastníkem projektu, investici do projektu a převod peněžních prostředků. S vlastníkem projektu provozovatel platformy uzavírá smlouvu, ve které stanovuje zrcadlově podmínky, za jakých pro něj vyvine činnost k prezentaci jeho projektu a obstarání financování. Platforma si zpravidla bude účtovat odměnu jak vůči vlastníkovi projektu, tak investorovi. V praxi se jednotlivé smluvní vztahy budou řídit obchodními podmínkami, případně rámcovými smlouvami.

Co Nařízení o crowdfundingu považuje za *„úvěr"* je definováno v čl. 2 odst. 1 písm. d) Nařízení o crowdfundingu. *Úvěrem* se jím rozumí *„dohoda, v jejímž rámci investor poskytne vlastníkovi projektu dohodnutou finanční částku na dohodnutou dobu a vlastník projektu se bezpodmínečně zaváže tuto částku investorovi splatit spolu se vzniklým úrokem v souladu se splátkovým kalendářem".*

Pojmové znaky úvěru ve smyslu Nařízení o crowdfundingu jsou tedy následující:

a) bezpodmínečný závazek vlastníka projektu splatit investorem poskytnutou finanční částku,
b) poskytnutá finanční částka je vlastníkem projektu splacena po uplynutí dohodnuté doby v souladu se splátkovým kalendářem,
c) závazek vlastníka projektu splatit finanční částku spolu se vzniklým úrokem.

Z působnosti Nařízení o crowdfundingu tak jsou vyňaty takové obchodní modely úvěrového crowdfundingu, ve kterých vlastník projektu jakožto příjemce investory poskytnutých peněžních prostředků za předem stanovených podmínek není povinen splatit investorovi poskytnuté prostředky, resp. jejich část. Tato podmínka bezpodmínečného závazku příjemce peněžních prostředků k jejich vrácení není napříč crowdfundingovými platformami některých členských států (např. Německa) však samozřejmá. Do působnosti Nařízení o crowdfundingu tak nespadají obchodní modely, kdy investor přijímá možnost potenciální limitace výše dlužníkem spláceného protiplnění z poskytnutého úvěru za předem sjednaných podmínek.[62]

Pokud tak prostřednictvím crowdfundingové platformy bude investorem poskytnut dlužníkovi úvěr, který bude tzv. podřízený vůči úvěru poskytnutému dlužníkovi jinou (další) osobou, nebude

[62] HOBZA, Martin. Nařízení o crowdfundingu. I. část - působnost. *Obchodněprávní revue: odborný recenzovaný časopis pro obchodní právo a právo finančních trhů.* 2021, roč. 13, č. 3, s. 192. ISSN 1803-6554.

naplněna podmínka bezpodmínečnosti závazku splatit úvěr investorům a nebude se jednat o model spadající do působnosti Nařízení o crowdfundingu.[63]

Podřízenost pohledávek vyplývajících ze smlouvy o úvěru uzavřené na crowdfundingové platformě mezi investorem a dlužníkem vůči pohledávkám jiného (typicky bankovního) „seniorního" poskytovatele úvěru tomuto dlužníkovi bude založena inominátní smlouvou o podřízenosti pohledávek. V této dohodě dojde mezi investorem a seniorním poskytovatelem úvěru k dohodě, že pohledávka investora na splacení úvěru může být uspokojena až po úplném splacení úvěru seniornímu věřiteli.[64]

V tuzemské crowdfundingové praxi lze smluvní podřízení úvěrů nalézt u poskytování tzv. mezaninového financování.[65] Tento model v hojné míře využívá platforma *Upvest*[66] při financování nemovitostních developerských projektů.

Z působnosti Nařízení o crowdfundingu však definice nevyjímá takové úvěry, které důsledkem kreditního rizika vlastníka projektu zůstanou (částečně) nesplacené.[67] Opačný závěr by ostatně nedával valný smysl, neboť riziko (dobrovolného) nesplacení poskytnutých peněžních prostředků dlužníkem je přítomné prakticky vždy, s tím, že k limitaci tohoto rizika slouží různé zajišťovací instituty.

Definice úvěru dle Nařízení o crowdfundingu stanovuje, že poskytnutá finanční částka je ze strany vlastníka projektu splacena po uplynutí dohodnuté doby. Z jazykového výkladu tak plyne, že při poskytnutí úvěru musí být mezi věřitelem a dlužníkem sjednána konkrétní doba poskytnutí úvěru, resp. okamžik splatnosti úvěru.

Strany si však mohou sjednat splatnost úvěru na požádání věřitele. Rovněž si lze představit stanovení splatnosti úvěru takovým způsobem, kdy je úvěr poskytnut na určitou dobu s tím, že věřitel může i dříve požádat o jeho vrácení, ne však před uplynutím konkrétní (kratší než samotné

[63] IVANOVA, Petja. The Scope of the Crowdfunding Regulation and the Impact of Brexit. In: ORTOLANI, Pietro a Marije LOUISSE, eds. *The crowdfunding regulation*. New York: Oxford University Press, 2021, s. 56. ISBN 978-0-19-285639-5.; MACCHIAVELLO, Eugenia. The European Crowdfunding Service Providers Regulation: The Future of Marketplace Lending and Investing in Europe and the 'Crowdfunding Nature' Dilemma. *European Business Law Review* [online]. 2021, roč. 32, č. 3, s. 566 [cit. 04.09.2022]. ISSN 0959-6941. Dostupné z: https://kluwerlawonline.com/JournalArticle/European+Business+Law+Review/32.3/EULR2021020

[64] Ve vztahu ke splacení pohledávek crowdfundingového investora se jedná o sjednání odkládací podmínky ve smyslu § 548 odst. 2 Občanského zákoníku, viz rozsudek Nejvyššího soudu ČR ze dne 28.07.2016, sp. zn. 23 Cdo 2907/2014.

[65] K právní struktuře mezaninového financování viz FELGR, Miloš a Jan BÍLEK. Mezaninové financování na českém trhu. In: *Epravo.cz* [online]. 6. 6. 2016 [cit. 16.04.2023]. Dostupné z: https://www.epravo.cz/top/clanky/mezaninove-financovani-na-ceskem-trhu-101560.html

[66] Upvest | Real Estate Private Debt. In: *Upvest.cz* [online] [cit. 13.09.2022]. Dostupné z: https://www.upvest.cz

[67] HOBZA, Martin. Nařízení o crowdfundingu. I. část - působnost. *Obchodněprávní revue: odborný recenzovaný časopis pro obchodní právo a právo finančních trhů.* 2021, roč. 13, č. 3, s. 192. ISSN 1803-6554.

doby pro poskytnutí úvěru) doby. Dlužník by následně do konkrétní sjednané doby byl povinen úvěr věřiteli splatit. Splatnost úvěru rovněž nemusí být stranami sjednána vůbec, přičemž by se v takovém případě stran splatnosti použila subsidiárně příslušná zákonná úprava, kterou by se závazek stran ze smlouvy o úvěru řídil.

V rámci úvěru řídícího se právním řádem České republiky by došlo k aplikaci § 2399 odst. 1 Občanského zákoníku, dle něhož by dlužník byl povinen vrátit úvěr věřiteli do jednoho měsíce ode dne požádání o jeho vrácení ze strany věřitele. Při absenci dohody smluvních stran o okamžiku, kdy (nejdříve) může věřitel o vrácení dluhu požádat, může věřitel požádat o vrácení úvěru v dle § 1958 odst. 2 Občanského zákoníku ihned po jeho na čerpání ze strany dlužníka.

Domnívám se, že je třeba považovat za stěžejní, že součástí závazku stran vyplývající z úvěrové smlouvy jsou pravidla týkající se splatnosti úvěru, která nutně nemusí být představována stanovením okamžiku konečné splatnosti úvěru uvedením typicky konkrétního data. Panuje-li tak mezi stranami shoda, že úvěr je poskytnut toliko do okamžiku, kdy o jeho vrácení věřitel požádá, lze za *„dohodnutou dobou“* poskytnutí úvěru považovat časový okamžik ode dne poskytnutí úvěru do doby žádosti o jeho vrácení, resp. na ni navazující (sjednané) doby pro splacení úvěru.

Byť tak lze úvahy stran splatnosti úvěru na požádání věřitele označit za akademickou debatu, neboť takto strukturované úvěry se v České republice provozovaných crowdfundingových platforem zpravidla neužívají[68], jsem toho názoru, že i úvěry s takto (ne)sjednanou splatností budou spadat do působnosti Nařízení o crowdfundingu.

Z definice úvěru dle Nařízení o crowdfundingu vyplývá, že peněžní prostředky jsou poskytnuty investory na dané období s tím, že jsou vlastníkem projektu splaceny v souladu se splátkovým kalendářem. Byť se splátkovým kalendářem běžně rozumí rozpis stanovující výši a termín jednotlivých splátek jistiny a/nebo splátek úroků úvěru[69], který bývá běžně součástí úvěrové smlouvy jako její příloha, nepovažuji za odůvodněné se domnívat, že úvěry poskytnuté prostřednictvím crowdfundingové platformy bez explicitního splátkového kalendáře v této podobě nebudou spadat pod definici úvěru dle Nařízení o crowdfundingu.

Možných způsobů splácení úvěru je v praxi využíváno vícero. Mezi stranami úvěrové smlouvy může být sjednáno, že jistina úvěru bude splacena jednorázově v konkrétní den. Totéž lze sjednat pro úroky úvěru, kdy by částka odpovídající naběhlým úrokům dle příslušné úrokové sazby byla

[68] Ibid.
[69] HULMÁK, Milan, Eva DOBROVOLNÁ, et al. *Občanský zákoník: komentář. VI: Závazkové právo: zvláštní část (§ 2055-3014)*. 1. vyd. Praha: C.H. Beck, 2014, s. 727. ISBN 978-80-7400-287-8.

splatná v totožný den jako jistina úvěru. V období od poskytnutí úvěru až do dne sjednané splatnosti by tak dlužník nebyl věřiteli povinen hradit žádné průběžné platby.

Rovněž je možné sjednat splácení úvěru v průběžných splátkách, což bývá nejčastější varianta. Typicky se jedná o splátky na měsíční bázi, byť nic nebrání sjednání delší či kratší doby mezi jednotlivými platbami. Splátky úvěru lze sjednat i jako tzv. anuitu, která v sobě zahrnuje splátku jistiny úvěru i splátku splatných úroků z úvěru, kdy se jejich vzájemný poměr v průběhu doby splácení mění, avšak výše samotné splátky zůstává neměnná.[70]

Tyto způsoby splácení úvěru a úroku lze kombinovat. Lze se tak setkat se sjednáním jednorázového splacení jistiny úvěru a průběžného splácení úroků na pravidelné (např. měsíční) bázi. Například u poskytnutého úvěru se sjednáním jednorázové splatnosti jistiny i úroků nebo jednorázové splatnosti jistiny úvěru a úroků na měsíční bázi s určením nominální výše pravidelné splátky úroků odpovídající sjednané úrokové sazbě není nutné vytvářet splátkový kalendář v pojetí uvedeném výše jako rozpis těchto plateb (byť by tento rozpis samozřejmě vytvořit možné bylo).

Za *„splátkový kalendář“* ve smyslu Nařízení o crowdfundingu je tak dle mého názoru nutné chápat ujednání smluvních stran úvěrové smlouvy o splatnosti a způsobu splácení poskytnutých peněžních prostředků, které je možné, avšak nikoliv nutné, znázornit do podoby rozpisu jednotlivých plateb.

Posledním pojmovým znakem „úvěru“ ve smyslu Nařízení o crowdfundingu je úročení investorem poskytnuté peněžní částky. Při úvěrovém crowdfundingu provozovaném v České republice se bude uzavírat smlouva o úvěru podle § 2395an. Občanského zákoníku, který povinnost úvěrovaného vrátit poskytnuté peněžní prostředky spolu s úroky považuje za pojmový znak.

Ne všechny jazykové verze Nařízení o crowdfundingu hovoří o *„úvěru“*, nýbrž hovoří o *„půjčce“*. Například anglická jazyková verze Nařízení o crowdfundingu hovoří o *„loan“* (v překladu *„půjčka, zápůjčka“*), slovenská verze o *„pôžičke“*, francouzská o *„prêt“* (v překladu *„půjčka“*) a německá o *„Kredit“* (v překladu *„úvěr“*).[71]

[70] Ibid.

[71] Podle čl. 12 odst. 2 písm. b) Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2022/2118 ze dne 13. července 2022, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2020/1503, pokud jde o regulační technické normy pro individuální správu portfolií úvěrů poskytovateli služeb skupinového financování, upřesňující prvky metody posuzování úvěrového rizika, informace o každém jednotlivém portfoliu, které mají být sděleny investorům, a politiky a postupy požadované ve vztahu k pohotovostním fondům se *úvěrovou smlouvou* rozumí „*smlouva, kterou investor poskytuje vlastníkovi projektu úvěr ve formě půjčky na konkrétní projekt skupinového financování“*, což v intencích

Slovenské znění Nařízení o crowdfundingu tak hovoří o pôžičke, což je pojmenovaný smluvní typ dle slovenského občanského zákoníku, ve kterém není pojmovým znakem sjednání úroků.[72] Dle Nařízení o crowdfundingu se však, nehledě na jeho konkrétní jazykovou verzi a s jejím pojmoslovím korelující národní právní úpravu, při poskytování peněžních prostředků investory vlastníkům projektu dle čl. 2 odst. 1 písm. a) bod i) Nařízení o crowdfundingu vždy musí jednat o úplatné poskytnutí peněžních prostředků, tedy s úrokem jako cenou peněz.

O formě určení (sazby) úroku Nařízení o crowdfundingu mlčí. Lze tak dovodit, že na tomto místě je stranám úvěrové smlouvy dána smluvní volnost. Podstatné však je, že poskytnuté peněžní prostředky nejsou poskytnuty bezúplatně, tedy bez sjednání jakéhokoliv úroku.

Do působnosti Nařízení o crowdfundingu tak nespadá poskytnutí peněžních prostředků ze strany investorů s tím, že jsou následně vlastníkem projektu vráceny v totožné výši.[73] Tento model crowdfundingu by se tak dal považovat za podtyp crowdfundingu stojící na pomezí mezi crowdfundingem finančním a nefinančním. Na rozdíl od crowdfundingu nefinančního poskytovatel peněžních prostředků tyto poskytuje s vidinou jejich následného vrácení. Neočekává však, na rozdíl od crowdfundingu finančního, jejich zhodnocení.

Takového poskytovatele peněžních prostředků tak lze označit primárně za podporovatele konkrétního projektu, ochotného obětovat ve prospěch příjemce peněžních prostředků toliko nemožnost disponovat s poskytnutými peněžními prostředky po určitou dobu a v jistém ohledu i pokles kupní síly těchto peněz důsledkem působení inflace. Neobětuje však ve prospěch příjemce samotnou poskytnutou sumu peněžních prostředků. Nemá-li tento model crowdfundingu bezúročných (zá)půjček spadat do působnosti Nařízení o crowdfundingu, avšak provozovatel crowdfundingové platformy by měl zájem získat povolení dle Nařízení o crowdfundingu, mohl by provozovat úvěrový crowdfunding s úvěry úročené velmi nízkou až symbolickou úrokovou sazbou.

Jsem toho názoru, že vyloučení bezúročného modelu crowdfundingu z působnosti Nařízení o crowdfundingu není ku prospěchu věci. Takto se totiž neukládá provozovatelům crowdfundingových platforem tohoto modelu povinnost dodržovat obezřetnostní požadavky

pojmosloví Občanského zákoníku nedává příliš smysl. Na pojetí úvěru je tak třeba nahlížet podle smyslu a účelu jeho svébytné definice v Nařízení o crowdfundingu.

[72] § 657an. slovenského zákona č. 40/1964 Zb., Občiansky zákonník.

[73] MACCHIAVELLO, Eugenia. The European Crowdfunding Service Providers Regulation: The Future of Marketplace Lending and Investing in Europe and the 'Crowdfunding Nature' Dilemma. *European Business Law Review* [online]. 2021, roč. 32, č. 3, s. 564 [cit. 04.09.2022]. ISSN 0959-6941. Dostupné z: https://kluwerlawonline.com/JournalArticle/European+Business+Law+Review/32.3/EULR2021020

a plnit informační povinnosti a neposkytuje se tím pádem ochrana investorům jako v případě modelů crowdfundingu spadajících do působnosti Nařízení o crowdfundingu. Poskytovatelé bezúročných (zá)půjček sice neočekávají zhodnocení poskytnutých peněžních prostředků, stále však očekávají vrácení těchto prostředků a měla by jim být poskytnuta ochrana. Z tohoto důvodu by dle mého názoru bylo vhodné do budoucna rozšíření působnosti Nařízení o crowdfundingu i na bezúročné (zá)půjčky.

2.2.2 Decentralizovaný model

Působnost Nařízení o crowdfundingu na úvěrový crowdfunding dle jeho pojetí představeném v předcházející podkapitole nevytváří interpretační problémy u tzv. decentralizovaného modelu úvěrového crowdfundingu.[74] V tomto modelu existuje přímý vztah mezi investorem jakožto úvěrujícím a vlastníkem projektu jakožto úvěrovaným. Crowdfundingová platforma, resp. její provozovatel, právně ani ekonomicky nevstupuje do vztahu investora a vlastníka projektu. Provozovatel crowdfundingové platformy však může v tomto modelu, resp. jeho modifikacích, vystupovat jako další strana (vedlejší účastník) úvěrové smlouvy či jednat svým jménem na účet investorů na základě komisionářské smlouvy.[75]

Decentralizovaný model úvěrového crowdfundingu nejlépe odpovídá jeho definičnímu vymezení v Nařízení o crowdfundingu a jednoznačně tak spadá do působnosti Nařízení o crowdfundingu. Tento model předpokládá mnohost úvěrových smluv mezi jednotlivými investory a vlastníkem projektu, uzavřených za účelem financování konkrétního crowdfundingového projektu. Poptává-li vlastník projektu financování v určité výši, bude uzavírat úvěrovou smlouvu s tolika investory, kolik jich bude třeba k dosažení celé vlastníkem projektu požadované částky součtem jistin jednotlivých dílčích úvěrů.

Úvěrové smlouvy uzavírané v tomto základním pojetí decentralizovaného modelu budou zpravidla obsahově totožného znění, neboť jejich jednotnou vzorovou podobu poskytne crowdfundingová platforma. Z praktického hlediska si lze představit i existenci více podob úvěrových smluv v rámci jednoho projektu, kdy by jednotlivé skupiny podob úvěrových smluv tvořily funkční celky. Mohlo by se tak mezi těmito skupinami jednat o rozdílné výše úrokových sazeb, případně rozdílný způsob splácení (anuitní vs. balonový[76]).

[74] KLAMO, Josef. P2P lending z pohledu českého finančního práva. In: PICHRT, Jan, Radim BOHÁČ a Jakub MORÁVEK, eds. *Sdílená ekonomika - sdílený právní problém?* 1. vyd. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2017, s. 174. ISBN 978-80-7552-874-2.
[75] Ibid.
[76] Dlužník průběžně splácí pouze úroky (nebo případně malou část jistiny úvěru) a jistinu (či její zbývající podstatnou části) hradí až ke dni splatnosti úvěru.

Decentralizovaný model představuje nejpřímočařejší řešení ve vztahu ke vzniku přímé pohledávky investora za vlastníkem projektu. Ve vztahu však k případnému efektivnímu (hromadnému) vymáhání dlužných úvěrů po splatnosti naopak vyžaduje zapojení provozovatele platformy či třetí osoby. V decentralizovaném modelu se totiž pro financování jednoho projektu celkově v řádech jednotek či desítek milionů korun budou uzavírat desítky či až stovky smluv o úvěru.

V případě prodlení dlužníka s úhradami svých dluhů z těchto úvěrových smluv si lze pouze těžko představit efektivní vymožení pohledávek jednotlivých investorů, pokud by proces řešení dlužníkova prodlení a vymáhání nebyl proveden koordinovaně a hromadně. Za tímto účelem bude smlouva mezi investorem a crowdfundingovou platformou obsahovat typicky zmocnění k těmto činnostem a povinnost investora vystavit pro provozovatele platformy v případě potřeby plnou moc.

2.2.2.1 Zástupce decentralizovaného modelu – Investown, Occollo

Zástupcem české scény úvěrových crowdfundingových platforem, jehož decentralizovaný obchodní model je postaven na uzavírání dílčích smluv o úvěru mezi každým jednotlivým investorem vlastním jménem, tedy bez přímého či nepřímého zastoupení provozovatelem crowdfundingové platformy, a vlastníkem projektu, je platforma *Investown* zaměřující se na nemovitostní projekty.[77]

Platforma *Investown* je jednou z prvních crowdfundingových platforem působících v České republice, která upravila svůj dříve provozovaný obchodní model[78] do podoby dle pojetí úvěrového crowdfundingu podle Nařízení o crowdfundingu. Ve své veřejně dostupné smluvní dokumentaci deklaruje provozování této crowdfundingové platformy v souladu s Nařízením o crowdfundingu.[79] Z Obecných úvěrových podmínek platformy *Investown* vyplývá, že vlastník projektu uzavírá tolik dílčích smluv o úvěru s jednotlivými investory, kolik je třeba získat na financování zveřejněného projektu.[80]

[77] Online investice do nemovitostí | Investown.cz. In: *Investown.cz* [online] [cit. 05.09.2022]. Dostupné z: https://www.investown.cz/

[78] Platforma *Investown* změnila svůj obchodní model důsledkem přestupkového řízení vedeného ze strany ČNB z důvodu provozování pokoutného fondu kolektivního investování dle § 98 ZISIF; k uvedenému přestupkovému řízení blíže viz podkapitola 3.1.1 této práce.

[79] Viz čl. 1.3 Všeobecné obchodní podmínky platformy skupinového financování Investown. In: *Investown.cz* [online] [cit. 22.04.2023]. Dostupné z: https://www.investown.cz/vseobecne-podminky

[80] Definice Celkové částky úvěru viz čl. 17 Obecné úvěrové podmínky Investown. In: *Investown.cz* [online] [cit. 22.04.2023]. Dostupné z: https://www.investown.cz/obecne-uverove-podminky

Platforma *Investown* výslovně deklaruje, že pouze zprostředkovává uzavření smluv o úvěru mezi investory a vlastníky projektu a nikdy není sama smluvní stranou úvěrové smlouvy.[81] Provozovatel platformy při úspěšném shromáždění požadovaných peněžních prostředků zajišťuje jejich převod do dispozice vlastníka projektu, v průběhu splácení úvěru zajišťuje jejich převod investorům a v případě prodlení dlužníka je zmocněn k nezbytným jednáním za účelem vymožení pohledávek investorů ze smlouvy o úvěru.[82] Rovněž může zastupovat investory v řízeních před soudy nebo jinými orgány při vymáhání pohledávek, zastupovat investory při změně podmínek již uzavřených úvěrových smluv a zřídit s vlastníkem projektu zajištění dluhů ze smluv o úvěru.[83]

Obchodní model platformy *Investown* tak jednoznačně spadá do působnosti Nařízení o crowdfundingu a musí získat povolení k poskytování crowdfundingu dle Nařízení o crowdfundingu. Žádost o vydání povolení platforma podala k ČNB dne 22.07.2022[84] a ke dni uzavření této práce licenci stále nezískala.

Dalším zástupcem na českém trhu působících crowdfundingových platforem s decentralizovaným modelem úvěrového crowdfundingu je platforma *Occollo*, která se rovněž zaměřuje na nemovitostní developerské projekty.[85]

Z veřejně přístupných informací a obchodních podmínek této platformy vyplývá, že každý z investorů uzavírá smlouvu o úvěru s vlastníkem projektu za fakultativní účasti provozovatele platformy jako zprostředkovatele.[86] Platforma tak provozuje obchodní model, který umožňuje vznik pohledávky ze smlouvy o úvěru přímo každému konkrétnímu investorovi. Zveřejněné obchodní podmínky bohužel neprozrazují, jaké navazující činnosti poskytuje platforma *Occollo* při administraci projektu, resp. úvěrů v něm poskytnutých. Znění vzorové smlouvy o úvěru uzavírané na platformě ve veřejně přístupné části zahrnuto není.

Z dostupných informací lze však uzavřít, že obchodní model platformy *Occollo* spadá do působnosti Nařízení o crowdfundingu. Povinnosti získat potřebnou licenci si je provozovatel této

[81] Čl. 5.3 Všeobecné obchodní podmínky platformy skupinového financování Investown. In: Investown.cz [online] [cit. 22.04.2023]. Dostupné z: https://www.investown.cz/vseobecne-podminky
[82] Čl. 3.4, 5.6 a 8 ibid.
[83] Čl. 12.2 a 5.5 ibid.
[84] Rozhodnutí České národní banky ze dne 05.10.2022, č. j. 2022/102483/570, sp. zn. Sp/2021/246/573, bod 51.
[85] Occollo. In: *Occollo.cz* [online] [cit. 01.05.2023]. Dostupné z: https://www.occollo.cz/
[86] Occollo - Obchodní podmínky. In: *Occollo.cz* [online] [cit. 01.05.2023]. Dostupné z: https://www.occollo.cz/obchodni-podminky/

platformy vědom a podniká kroky k jejímu získání.[87] Ke dni uzavření této práce licenci stále nezískala.

2.2.3 Věřitelská solidarita

Možnou modifikaci výše uvedeného základního decentralizovaného modelu může představovat zapojení provozovatele crowdfundingové platformy do přímého úvěrového vztahu mezi investorem a vlastníkem projektu, a to na straně spoluvěřitele vedle investora ve smyslu § 1877 Občanského zákoníku. Investor a provozovatel crowdfundingové platformy by byli vůči vlastníkovi projektu jakožto dlužníkovi oprávněni společně a nerozdílně. Vlastník projektu by tak byl oprávněn a povinen splatit dluh v celém rozsahu tomu, kdo o plnění požádal první.

Tento model s *věřitelskou (aktivní) solidaritou* nabízí mnohé výhody stran administrace plnění na úvěrovou smlouvu a zřízení zajišťovacích institutů k zajištění dluhů z úvěrové smlouvy. V rámci věřitelské solidarity existují dvě roviny, a to jednak vnější vztahy věřitelsko-dlužnické, a jednak vnitřní vztahy mezi spoluvěřiteli navzájem.[88] Ve vnějších věřitelsko-dlužnických vztazích je stěžejní otázka tzv. *aktivního předstihu (prevence)* vykonaného tím solidárním věřitelem, který požádal dlužníka o splnění dluhu jako první. Vykonáním aktivního předstihu dojde ke koncentraci vymahatelnosti závazku v osobě toho solidární věřitele, který předstih vykonal.[89] Dlužník je tak oprávněn a povinen dluh splnit pouze tomuto solidárnímu věřiteli, přičemž druhý solidární spoluvěřitel po něm již nemůže ničeho požadovat.[90]

Z praktického hlediska administrace pohledávek z úvěrových smluv je logickým řešením, aby aktivní předstih vůči vlastníkovi projektu vykonal právě provozovatel crowdfundingové platformy. Tímto způsobem lze jednoduchým způsobem zajistit, aby vlastník projektu hradil dluhy z veškerých úvěrových smluv pouze vůči jednomu subjektu. Pokud by došlo pouze k částečné úhradě dluhů, tedy pokud by souhrnná částka uhrazená vlastníkem projektu nedosahovala plné výše všech úvěrů, ze strany provozovatele crowdfundingové platformy by došlo ke spravedlivému poměrnému rozdělení přijatých peněžních prostředků mezi všechny investory jakožto spoluvěřitele z jednotlivých úvěrových smluv.

---

[87] Zmínky o jednáních zástupců platformy v ČNB ve věci vyřízení crowdfundingové licence a informaci o podání žádosti v průběhu června 2023 lze najít na jejím LinkedIn profilu viz Occollo | LinkedIn. In: *cz.linkedin.com* [online] [cit. 10.07.2023]. Dostupné z: https://cz.linkedin.com/company/occollo; dále obchodní podmínky jsou zveřejněny ve verzi „Verze CFP occ Licence" viz Occollo - Obchodní podmínky. In: occollo.cz [online] [cit. 01.05.2023]. Dostupné z: https://www.occollo.cz/obchodni-podminky/

[88] HULMÁK, Milan, Petr LAVICKÝ, et al. *Občanský zákoník: komentář. V: Závazkové právo: obecná část (§ 1721-2054)*. 1. vyd. Praha: C.H. Beck, 2014, s. 712. ISBN 978-80-7400-535-0.

[89] Ibid., s. 717.

[90] § 1871 odst. 2 a § 1877 Občanského zákoníku.

Tento způsob a další aspekty vypořádání vnitřního vztahu mezi solidárními věřiteli předpokládá uzavření dohody o vypořádání nároků z úvěrové smlouvy. Byť v rámci vnějšího vztahu vůči vlastníkovi projektu jakožto dlužníkovi může o plnění žádat kterýkoliv ze solidárních věřitelů, peněžní prostředky bude poskytovat pouze investor. V dohodě o vypořádání nároků je tak nutné upravit vzájemná práva a povinnosti mezi spoluvěřiteli, zejména následné rozdělení splaceného úvěru a dalších nároků vyplývajících z úvěrové smlouvy vůči vlastníkovi projektu.

Představený model úvěrového crowdfundingu spočívající na účasti provozovatele crowdfundingové platformy coby solidárního věřitele se však zdá být v rozporu s pravidly o střetu zájmů dle Nařízení o crowdfundingu, které zakazuje provozovateli crowdfundingových služeb *„držet účast“* v jakékoliv nabídce zveřejněné na své platformě skupinového financování.[91] V recitálu 11 preambule Nařízení o crowdfundingu se rovněž uvádí, že u úvěrů zahrnutých do působnosti Nařízení o crowdfundingu spočívá činnost poskytovatele crowdfundingových služeb pouze v umožnění investorům a vlastníkům projektů uzavřít úvěrové smlouvy, aniž by tento poskytovatel crowdfundingových služeb *„v kterémkoli okamžiku jednal jako věřitel vlastníka projektu“*.

Z jazykového výkladu předmětných pasáží Nařízení o crowdfundingu zapovídajících poskytovatelům crowdfundingových služeb držet účast na crowdfundingové platformě zveřejněné nabídce a jednat jako věřitel vlastníka projektu tak plyne, že provozovatel crowdfundingové platformy nemůže být v pozici solidárního věřitele úvěrové smlouvy. Dle mého názoru tato situace však není takto jednoznačná a je třeba na věc pohlížet v širším kontextu.

V předmětné úvěrové smlouvě může být deklarováno, že peněžní prostředky dlužníkovi poskytuje výlučně investor, byť takové ujednání nebude mít vůči dlužníkovi žádné účinky, pokud budou investor a provozovatel crowdfundingové platformy vůči němu oprávněni společně a nerozdílně a druhý jmenovaný uplatní jako první právo předstihu. Splní-li tak dlužník ve prospěch crowdfundingové platformy jako svému věřiteli, zaniknou tímto jeho závazky vyplývající z úvěrové smlouvy vůči všem solidárním věřitelům. Takovéto splnění má tedy účinky objektivní.[92]

Pokud tak bude mezi solidárními věřiteli existovat dohoda, ať již ve zvláštním dvoustranném ujednání nebo přímo v úvěrové smlouvě, zakládající aktivní solidaritu, určující způsob

[91] Viz čl. 8 a recitál 26 preambule Nařízení o crowdfundingu.
[92] HULMÁK, Milan, Eva DOBROVOLNÁ, et al. *Občanský zákoník: komentář. VI: Závazkové právo: zvláštní část (§ 2055-3014)*. 1. vyd. Praha: C.H. Beck, 2014, s. 717. ISBN 978-80-7400-287-8.

vypořádání, resp. vzájemné podíly těchto věřitelů, dle které bude investor finálním příjemcem celého plnění dlužníka z dané úvěrové smlouvy, z materiálního hlediska se dle mého názoru nemusí jednat o rozpor s čl. 8 Nařízení o crowdfundingu. Provozovatel crowdfundingové platformy by v rámci tohoto modelu stále neposkytoval vlastní peněžní prostředky úvěrovanému, nevystupoval by ve vztahu k poskytnutým peněžním prostředkům vlastníkovi projektu na vlastní účet a riziko a jeho *„účast v nabídce skupinového financování“* ve smyslu čl. 8 Nařízení o crowdfundingu by tak byla zejména formální povahy za uvedeným účelem efektivního zajištění pohledávek investorů a jejich případného vymáhání.

I přesto, že dlužník po uplatnění aktivního předstihu ze strany provozovatele crowdfundingové platformy jakožto solidárního věřitele může splnit dluh pouze plněním ve prospěch tohoto solidárního věřitele, bude od okamžiku vzniku úvěrového závazku až po jeho zánik ve vnějším vztahu věřitelsko-dlužnickém deklarováno, že provozovatel crowdfundingové platformy není oprávněn si přijaté plnění ponechat. Poskytovatel crowdfundingových služeb ve skutečnosti žádnou *„účast v nabídce skupinového financování“* držet nebude, resp. ve vztahu k investorovi nebude držet podíl na pohledávce z úvěrové smlouvy. Z těchto důvodů tak nespatřuji představený koncept v rozporu s pravidly Nařízení o crowdfundingu o střetu zájmů, a tudíž by i tento model měl spadat do působnosti Nařízení o crowdfundingu.

2.2.3.1 Zástupce modelu s věřitelskou solidaritou – NEBANKA

Obchodní model s věřitelskou solidaritou s výše popsanými specifiky provozuje například platforma *NEBANKA*.[93] Na volně přístupné části svých webových stránek platforma *NEBANKA* vysvětluje, že peněžní prostředky jsou investory poskytnuty dlužníkům na základě přímého smluvního vztahu založeného smlouvou o úvěru. Samotná platforma zde vystupuje jako zprostředkovatel obchodu a souvisejících služeb.

Ze zveřejněné vzorové smlouvy o úvěru vyplývá, že platforma je smluvní stranou smlouvy o úvěru na straně druhého věřitele, spolu s investorem, kteří jsou oprávněni vůči dlužníkovi společně a nerozdílně ve smyslu § 1877 Občanského zákoníku.[94] Ze zveřejněné rámcové smlouvy, kterou platforma uzavírá s investorem, pak rovněž vyplývá, že mezi investorem a platformou je

[93] NEBANKA. In: *Nbnk.cz* [online] [cit. 22.04.2023]. Dostupné z: https://www.nbnk.cz/
[94] Čl. II. odst. 3 NEBANKA - smlouva o úvěru. In: *Nbnk.cz* [online] [cit. 22.04.2023]. Dostupné z: https://www.nbnk.cz/files/smlouva_o_uveru_B.pdf

ke každé provedené investici, tzn. ke každé uzavřené smlouvě o úvěru, uzavřena zvláštní dohoda o vypořádání nároků spoluvěřitelů.[95]

Z webové prezentace této platformy současně vyplývá, že pro investory zajišťuje doprovodné služby v podobě zajištění dluhů ze smluv o úvěru a řešení prodlení dlužníka se splácením včetně případného vymáhání pohledávek. K právnímu jednání vůči dlužníkovi v rámci těchto činností je platforma oprávněna již z pozice spoluvěřitele úvěrové smlouvy. Platforma se může stát zástavním věřitelem ze zástavního práva nebo například osobou oprávněnou při sepisu notářského zápisu se svolením k vykonatelnosti podle § 71a a násl. zákona č. 358/1992 Sb., o notářích a jejich činnosti (notářský řád), neboť je druhým věřitelem každé z úvěrových smluv uzavřených mezi investorem a dlužníkem.

Platforma se tak staví do role zprostředkovatele jak uzavření smlouvy o úvěru, tak zřízení zajišťovacích instrumentů a je i osobou případně vymáhající pohledávky. K těmto činnostem platforma nepotřebuje další zmocnění ze strany investorů. Jedná se tak o alternativní řešení vzniku oprávnění k těmto činnostem vedle smluvního zastoupení přímého u základního decentralizovaného modelu a nepřímého zastoupení u komisionářského modelu představeného níže.

Pokud by platforma však měla zájem měnit obsah závazků z již uzavřených úvěrových smluv, musela by disponovat zmocněním a plnou mocí vystavenou investorem. Pokud by se jednalo o změnu obsahu závazku vyplývajícího ze smlouvy o úvěru, ke které by docházelo před vykonáním práva předstihu, musí být dohoda o změně závazku uzavřena mezi všemi stranami, tedy dlužníkem i všemi spoluvěřiteli, neboť jinak by měla účinky pouze mezi dlužníkem a tím věřitelem, který by dohodu uzavíral.[96]

Ke změně v obsahu závazku, ke které by došlo až po výkonu práva předstihu ze strany platformy, může již dojít pouze mezi dlužníkem a platformou jakožto předstihovým věřitelem. Dlužník by tak plnil své dluhy ze smlouvy o úvěru ve znění dohody o její změně uzavřené s platformou. Tato změna by však neměla mít vliv na vnitřní vztah mezi spoluvěřiteli a pokud by tak důsledkem uzavřené dohody o změně závazku dlužník poskytl platformě nižší plnění než dle původní dohody dle smlouvy o úvěru, vůči investorům by platforma jako předstihový věřitel

[95] NEBANKA - rámcová smlouva. In: *Nbnk.cz* [online] [cit. 22.04.2023]. Dostupné z: https://www.nbnk.cz/files/ramcova_smlouva.pdf

[96] PETROV, Jan, Michal VÝTISK a Vladimír BERAN. *Občanský zákoník: komentář*. 2. vyd. Praha: C.H. Beck, 2019, s. 2004. ISBN 978-80-7400-747-7.

nadále musela plnit to, na co měli právo, nebýt uzavřené dohody o změně závazku.[97] Z praktického hlediska tak platforma bude mít vždy zájem na změně obsahu závazku pouze za situace, kdy k takovému jednání bude investorem zmocněna nebo za současného přímého právního jednání investora, společně s dlužníkem a platformou.

Z veřejně dostupných informací nevyplývá, že by platforma NEBANKA podala žádost o udělení oprávnění poskytování crowdfundingu dle Nařízení o crowdfundingu nebo že by plánovala změnit svůj model na základní decentralizovaný model, případně že jí byla ze strany ČNB potvrzena souladnost jejího obchodního modelu založeného na věřitelské solidaritě s Nařízením o crowdfundingu.

2.2.4 Komisionářský model

Za další modifikaci uvedeného základního decentralizovaného modelu úvěrového crowdfundingu, tedy modelu s mnohostí úvěrových smluv bez účasti provozovatele crowdfundingové platformy jako smluvní strany lze považovat model s nepřímým zastoupením investorů při uzavírání úvěrové smlouvy provozovatelem crowdfundingové platformy na základě komisionářské smlouvy (či jiné smlouvy příkazního typu).[98] Tento „komisionářský model" může představovat alternativu k představenému modelu s věřitelskou solidaritou, neboť by měl požívat obdobných výhod stran možnosti zajištění dluhů z úvěrových smluv, administrace jejich inkasování i jejich případného vymáhání.

V tomto modelu vystupuje poskytovatel crowdfundingových služeb jako komisionář, který na základě komisionářské smlouvy ve smyslu § 2455an. Občanského zákoníku obstará pro investora jako komitenta na jeho (investorův) účet, avšak vlastním jménem, určitou záležitost. Za tuto činnost se investor zaváže komisionáři zaplatit odměnu.

Předmětná obstarávaná záležitost bude v intencích crowdfundingové činnosti provozovatele crowdfundingové platformy spočívat v uzavření úvěrové smlouvy s vlastníkem projektu a navazující činnosti následující po jejím uzavření. Navazující činnosti budou spočívat zejména v samotném poskytnutí úvěru, dohledu nad řádným plněním úvěrové smlouvy ze strany vlastníka projektu a rovněž výkonu práv a povinností dle úvěrové smlouvy včetně případného vymáhání pohledávek za vlastníkem projektu. Jmenované činnosti bude poskytovatel crowdfundingových

[97] Ibid.
[98] Tento model by se dal považovat i za zástupce tzv. smíšeného typu (viz níže), pokud by rozlišovacím kritériem bylo toliko uvedení smluvní strany v pozici úvěrujícího, viz např. HOBZA, Martin. Nařízení o crowdfundingu. I. část - působnost. *Obchodněprávní revue: odborný recenzovaný časopis pro obchodní právo a právo finančních trhů*. 2021, roč. 13, č. 3, s. 192. ISSN 1803-6554.

služeb provádět vlastním jménem na účet investora, resp. všech investorů poskytujících peněžní prostředky do daného projektu. V tomto případě se tak jedná o případ tzv. *nepřímého zastoupení*, kdy *„následky jednání nastupují v právní sféře jednajícího, nikoliv zastoupeného, když je následně pouze zavázán na takto „zastoupeného“ nabytá práva a povinnosti převést.“*[99]

V obecné rovině nemusejí být třetí osoby, vůči kterým je jednání komisionáře adresováno, informovány o tom, že komisionář nejedná na svůj účet, ale na účet nepřímo zastoupeného komitenta.[100] Vzhledem k charakteru crowdfundingu se však dá předpokládat, že vlastník projektu bude srozuměn i vyrozuměn o tom, že poskytovatel crowdfundingových služeb nejedená na vlastní účet, nýbrž na účet investorů a že z materiálního hlediska jsou poskytovateli peněžních prostředků investoři. Nemusí-li být však vlastník projektu vůbec informován o této skutečnosti, tím spíše nemusí být vlastníkovi projektu ze strany poskytovatele crowdfundingových služeb vůbec odhalena totožnost konkrétních investorů účastnících se daného crowdfundingového projektu.

Mezi investorem jako komitentem a poskytovatelem crowdfundingových služeb jako komisionářem bude uzavřena zpravidla rámcová komisionářská smlouva, ve které si strany sjednají vzájemná práva a povinnosti týkající se procesu vzniku účasti investora na konkrétním crowdfundingovém projektu. Poskytovatel crowdfundingových služeb bude postupovat vždy na základě pokynů investora ve smyslu § 2457 Občanského zákoníku. Tyto pokyny mohou dle konkrétního znění komisionářské smlouvy svěřovat komisionáři značnou míru diskrece stran naplnění i jen velmi obecně vymezeného pokynu uděleného komitentem.[101]

Investor projeví vůli poskytnout peněžní prostředky na konkrétní crowdfundingový projekt standardním postupem, a to právě ve formě udělení pokynu provozovateli crowdfundingové platformy jakožto komisionáři. Na základě uzavřené rámcové komisionářské smlouvy investor udělí pokyn k obstarání záležitosti spočívající v uzavření úvěrové smlouvy na svůj účet s daným vlastníkem projektu pro financování vybraného crowdfundingového projektu. Tento pokyn bude udělován na crowdfundingové platformě. Na základě takto uděleného pokynu investor převede peněžní prostředky ve výši své účasti na vybraném crowdfundingovém projektu ve prospěch bankovního účtu poskytovatele crowdfundingových služeb. S vlastníkem projektu následně uzavírá úvěrovou smlouvu poskytovatel crowdfundingových služeb, přičemž z této smlouvy

[99] PETROV, Jan, Michal VÝTISK a Vladimír BERAN. *Občanský zákoník: komentář*. 2. vyd. Praha: C.H. Beck, 2019, s. 469. ISBN 978-80-7400-747-7.
[100] HULMÁK, Milan, Eva DOBROVOLNÁ, et al. *Občanský zákoník: komentář. VI: Závazkové právo: zvláštní část (§ 2055-3014)*. 1. vyd. Praha: C.H. Beck, 2014, s. 836. ISBN 978-80-7400-287-8.
[101] Ibid.

vzniknou práva a povinnosti ve vztahu k vlastníkovi projektu přímo poskytovateli crowdfundingových služeb jakožto věřiteli.[102]

K pohledávkám crowdfundingové platformy z úvěrové smlouvy jakožto komisionáře se v § 2464 odst. 2 Občanského zákoníku konstruuje fikce, dle které se v rámci vnitřního vztahu komitenta ke komisionáři nebo jeho věřiteli na tyto pohledávky hledí jako na pohledávky komitenta. Toto ustanovení představuje ochranné opatření pro komitenty, neboť věřitelé komitenta nemohou vést exekuci na pohledávky z úvěrové smlouvy a tyto pohledávky se ani nestanou součástí majetkové podstaty komitenta v případě jeho úpadku. Zakládá se tak režim odděleného jmění komisionáře, na které se ve vzájemném vztahu komitenta a komisionáře pohlíží jako na jmění komitenta.[103]

Uvedené účinky se však nevztahují na protistranu z úvěrové smlouvy, tedy vlastníka projektu. Komisionář tak může vůči dlužníkovi s právy vyplývajícími z úvěrové smlouvy volně disponovat až do okamžiku jejich postoupení na komitenta dle § 2460 odst. 2 Občanského zákoníku.[104] Komisionář se například může i vzdát práva na úhradu dluhů z úvěrové smlouvy, a to i v případě, kdy by tímto jednáním došlo k porušení povinností komisionáře z komisionářské smlouvy.[105]

Ve vztahu k samotné úvěrové smlouvě uzavřené s vlastníkem projektu jakožto smlouvě realizační (prováděcí)[106] existují dvě možnosti jejího pojetí. Základnímu decentralizovanému modelu úvěrového crowdfundingu je bližší uzavření jednotlivé úvěrové smlouvy s vlastníkem projektu jménem poskytovatele crowdfundingových služeb, a to na účet každého konkrétního investora. V rámci jednoho crowdfundingového projektu tak bude uzavřeno více dílčích úvěrových smluv a prvek mnohosti úvěrových smluv bude přítomný i zde.

Druhou možností, která se jeví přinejmenším administrativně přívětivější, je uzavření pouze jediné úvěrové smlouvy u jednoho crowdfundingového projektu. V tomto případě by v textu úvěrové smlouvy bylo deklarováno, že poskytovatel crowdfundingových služeb poskytuje úvěr jakožto komisionář na základě pokynů jednoho nebo více investorů, kteří se tímto způsobem budou účastnit konkrétního crowdfundingového projektu. Jedna úvěrová smlouva tak představuje obstarání záležitosti pro všechny investory účastnící se financovaného crowdfundingového

[102] § 2456 Občanského zákoníku.
[103] HULMÁK, Milan, Eva DOBROVOLNÁ, et al. *Občanský zákoník: komentář. VI: Závazkové právo: zvláštní část (§ 2055-3014)*. 1. vyd. Praha: C.H. Beck, 2014, s. 853–854. ISBN 978-80-7400-287-8.
[104] Na tomto místě nelze nepoukázat na již zmíněný čl. 8 a recitál 11 preambule Nařízení o crowdfundingu, které popsaný komisionářský model čistě jazykovým výkladem rovněž porušuje, stejně jako model s věřitelskou solidaritou.
[105] HULMÁK, Milan, Eva DOBROVOLNÁ, et al. *Občanský zákoník: komentář. VI: Závazkové právo: zvláštní část (§ 2055-3014)*. 1. vyd. Praha: C.H. Beck, 2014, s. 841. ISBN 978-80-7400-287-8.
[106] Ibid., s. 837.

projektu. Poměr účasti každého z investorů na poskytnutém úvěru a z toho vyplývající nárok na výplatu přijatého plnění od dlužníka bude odpovídat výši investorem poskytnutých peněžních prostředků vůči celkové výši vlastníkovi projektu poskytovaného úvěru.

Druhý z uvedených modelů považuji za vhodnější řešení, a to zejména s ohledem na vyšší hospodárnost. Navíc i v případě zřízení zajišťovacích institutů bude zřizováno zajištění dluhů vyplývajících z jedné úvěrové smlouvy a nebude třeba dlouze specifikovat všechny úvěrové smlouvy, jako by to mu bylo u modelu prvně uvedeného, kterých může být i značné množství.

Vlastník projektu jako úvěrovaný bude povinen i přes existenci komisionářského vztahu mezi poskytovatelem crowdfundingových služeb a jednotlivými investory plnit dluh z úvěrové smlouvy výlučně vůči poskytovateli crowdfundingových služeb jakožto svému věřiteli, byť o existenci komisionářského vztahu bude uvědomen. Poskytovatel crowdfundingových služeb bude od vlastníka projektu přijaté plnění následně poukazovat ve prospěch investorů, neboť je povinen dle § 2460 odst. 2 Občanského zákoníku přijaté plnění přenechat komitentovi. Přijaté plnění bude rozděleno mezi jednotlivé investory, a to dle výše jejich účasti na financovaném crowdfundingovém projektu.[107] Vzhledem k úplatnosti komise může být pohledávka na vydání plnění investorovi využita k vzájemnému započtení pohledávky komisionáře na úhradu odměny za obstarání záležitosti dle komisionářské smlouvy. Peněžité prostředky přijaté od vlastníka projektu tak budou při jejich poukázání ve prospěch investora sníženy o odměnu komisionáře.

Ustanovení § 2460 odst. 2 Občanského zákoníku hovoří o povinnosti postoupení práv nabytých v souvislosti s obstaráním záležitosti z komisionáře na komitenta a vydání mu všeho, co při tom komisionář získal. V rámci předmětu komisionářského vztahu mezi investorem a poskytovatelem crowdfundingových služeb bude obstarání investice uzavřením úvěrové smlouvy s vlastníkem projektu figurovat jako primárně obstarávaná záležitost.

Činnosti navazující na uzavření úvěrové smlouvy jako je zřízení zajišťovacích instrumentů, dohled nad užitím prostředků z úvěru ke sjednanému účelu a řádným splácením a případné

[107] Rozdělení plnění mezi investory bude tímto způsobem prováděno bez ohledu na to, jestli existuje jedna „zastřešující" úvěrová smlouva uzavřená na účet všech investorů, nebo množství dílčích úvěrových smluv, každá uzavřená na účet jednotlivého investora. Lze si totiž dle mého názoru jen stěží představit, aby by byl dlužník provozovatelem platformy fakticky nucen hradit splátky na např. měsíční bázi ve formě několika desítek či stovek plateb v různých výších podle konkrétní výše jednotlivými investory poskytnutých peněžních prostředků. Dlužník tak bude hradit veškeré částky ve výši dílčích splátek souhrnně v jedné platbě poukázané ve prospěch poskytovatele crowdfundingových služeb.

vymáhání pohledávek z úvěrové smlouvy[108] budou představovat neméně důležitou součást předmětu komisionářského vztahu.

Komisionářský vztah mezi investorem a platformou bude mít kontinuální povahu a bude zahrnovat řadu činností a jednání, které platforma jako komisionář bude činit na účet investorů. Byť by bylo zcela jistě možné provést postoupení veškerých pohledávek z úvěrové smlouvy na investora v rozsahu jeho účasti na poskytnutém úvěru, efektivnost administrace splátek dluhů z úvěrové smlouvy i vymáhacího procesu a výkonu případně zřízeného zajištění by se tímto značně snížila. A to tím spíše, když platforma jako komisionář nepřímo zastupuje v souladu s charakterem crowdfundingu více než jednoho investora účastnícího se konkrétního crowdfundingového projektu.

Z praktického hlediska považuji za stěží představitelné, že by platformou obstarávaná záležitost spočívala pouze v obstarání investice ve formě poskytnutí úvěru na základě úvěrové smlouvy a nadále by platforma v rámci dané investice nepodnikala žádné kroky na účet investorů a pouze postoupila pohledávky na investora. Tato situace by navíc představovala komplikaci pro splácení dluhů z úvěrové smlouvy ze strany dlužníka. Platforma tak jako komisionář v souladu s povinností dle § 2460 odst. 2 Občanského zákoníku bude průběžně vydávat investorům v rozsahu jejich účasti na projektu a úvěrové smlouvě peněžitá plnění přijatá na splátky dluhů vlastníkem projektu.

Představený komisionářský model byl dle zveřejněného názoru ČNB zahrnut do působnosti Nařízení o crowdfundingu, a to s odůvodněním, že *„platforma nevystupuje při poskytnutí úvěru na vlastní účet a riziko“*.[109] S jeho zahrnutím do působnosti Nařízení o crowdfundingu souhlasí i další autoři specializující se na finanční právo.[110]

S tímto závěrem souhlasím. Byť se komisionářský model vychyluje ze základního decentralizovaného modelu, úvěr je materiálně poskytnut investorem, který z jeho poskytnutí ponese zisk i případnou ztrátu, tedy je poskytnut na jeho účet a riziko. Z komisionářského vztahu vyplývá poskytovateli crowdfundingových služeb povinnost vydat investorovi veškerá plnění přijatá od dlužníka.

[108] Povinnost vymáhat povinnosti dlužníka z úvěrové smlouvy vyplývá i z § 2466 Občanského zákoníku.
[109] Otázka č. 2 ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Časté dotazy k nařízení o crowdfundingu* [online]. ČNB, 2022, s. 2 [cit. 07.09.2022]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/dohled-financni-trh/.galleries/legislativni_zakladna/obchodovani_s_OTC_derivaty/download/20230328_faq_k_narizeni_o_crowdfundingu.pdf
[110] SCHEJBAL, Lumír. ČNB odpověděla na časté dotazy k regulaci crowdfundingu. In: *Akschejbal.cz* [online] [cit. 07.09.2022]. Dostupné z: https://akschejbal.cz/cnb-odpovedela-na-caste-dotazy-k-regulaci-crowdfundingu; HOBZA, Martin. Nařízení o crowdfundingu. I. část - působnost. *Obchodněprávní revue: odborný recenzovaný časopis pro obchodní právo a právo finančních trhů*. 2021, roč. 13, č. 3, s. 193. ISSN 1803-6554.

Uvedené stanovisko ČNB se však explicitně nevypořádává s recitálem 11, 26 preambule a ani čl. 8 Nařízení o crowdfundingu, které zapovídají poskytovatelům crowdfundingových služeb vystupovat jako věřitelé vlastníka projektu. Stanovisko si tak vystačí s konstatováním materiálního aspektu poskytnutého úvěru. V tomto ohledu tak nespatřuji zásadní odlišnosti komisionářského modelu od modelu s věřitelskou solidaritou, který by dostatečně odůvodňoval zahrnutí prvního z nich do působnosti Nařízení o crowdfundingu a vynětí druhého z důvodu nesouladu s pravidly o střetu zájmů.

V obou těchto představených obchodních modelech je modifikována definice úvěru dle Nařízení o crowdfundingu, tedy dohody mezi investorem a vlastníkem projektu, na základě které se vlastník projektu bezpodmínečně zaváže splatit poskytnuté finance spolu s úrokem zpět investorovi. V komisionářském modelu je dle mého názoru tento vztah modifikován i více než u modelu s věřitelskou solidaritou. V komisionářském modelu totiž formálně právně nejedná investor přímo s vlastníkem projektu, neboť je investor nepřímo zastoupen provozovatelem platformy. V modelu s věřitelskou solidaritou právně (alespoň) jedná investor přímo s vlastníkem projektu, vzniká mezi nimi přímý vztah, pouze je zde navíc aktivní prvek účasti provozovatele platformy jakožto spoluvěřitele.

Oba modely se tak odchylují od „základního“ decentralizovaného modelu. Pokud však dojdeme k závěru, že do působnosti Nařízení o crowdfundingu spadá komisionářský model, měl by pod něj spadat i model s věřitelskou solidaritou, neboť materiálně se jedná o prakticky totožnou situaci.

2.2.4.1 Zástupce komisionářského modelu – Fingood

Mezi crowdfundingové platformy působící na českém trhu s komisionářským modelem se řadí platforma Fingood.[111] Tato platforma dříve s investory uzavírala rámcovou komisionářskou smlouvu. S účinností od 21.04.2023 upravila svoji dokumentaci v reflexi na Nařízení o crowdfundingu a nově s investory uzavírá „investiční smlouvu“, která má charakter komisionářské smlouvy ve smyslu § 2455an. Občanského zákoníku.[112]

Platforma Fingood uzavírá po úspěšném shromáždění peněžních prostředků od investorů jednu smlouvu o úvěru, kterou uzavírá na účet všech investorů účastnících se projektu.[113] Platforma tak stran počtu smluv o úvěru v rámci jednoho projektu zvolila druhou představenou možnost

[111] Fingood. In: *Fingood.cz* [online] [cit. 27.04.2023]. Dostupné z: https://fingood.cz/
[112] Čl. 2.3 Fingood - Investiční smlouva. In: *Fingood.cz* [online] [cit. 27.04.2023]. Dostupné z: https://storage.googleapis.com/fg-web-assets/investicni_smlouva.pdf
[113] Čl. 7.1 Fingood - Obchodní podmínky. In: *Fingood.cz* [online] [cit. 27.04.2023]. Dostupné z: https://storage.googleapis.com/fg-web-assets/obchodni_podminky.pdf

a neuzavírá s vlastníkem projektu tolik úvěrových smluv, kolik do projektu investuje investorů. Vlastníkovi projektu platforma nesděluje identifikaci jednotlivých investorů jakožto komitentů.[114]

Smlouvu o úvěru a na ni případně navazující „zajišťovací" dokumentaci uzavírá platforma svým jménem na účet všech investorů, na základě výslovného pokynu k obstarání investice do investorem vybraného projektu.[115] Po načerpání úvěru vlastníkem projektu platforma provádí pro investory navazující služby v rámci správy investice. Za správu investice jsou považovány činnosti spočívající ve sledování řádného plnění dluhů ze smluv o úvěru, přijímání peněžních prostředků od vlastníka projektu na hrazení splátek úroků a/nebo jistin a jejich následný převod investorům, stejně jako případné vymáhání pohledávek ze smlouvy o úvěru. Pro efektivní administraci pohledávek z úvěrové smlouvy není investorům umožněno žádnou z činností představujících správu investice vykonávat vlastním jménem samostatně.[116]

Ve vztahu ke správně investice, mezi kterou se řadí i výkon práv a plnění povinností z uzavřené úvěrové smlouvy a sjednání jejich změn, je platformě dáno široké diskreční oprávnění. Za předpokladu, že platforma dodrží podmínku účelnosti a vhodnosti konkrétního jednání a nepoškození zájmů investorů, může s vlastníkem projektu sjednat zcela zásadní změny podmínek poskytnutého úvěru. Jedná se jak o změnu (prodloužení) splatnosti úvěru, změnu úrokové sazby, prominutí dlužné platby úroků z prodlení nebo změnu předmětu zajištění zajišťujícího dluhy z úvěrové smlouvy. Při prodlení vlastníka projektu se splácením dluhů z úvěrové smlouvy je platforma oprávněna podniknout potřebné kroky k řešení situace a jednat podle svého uvážení, stejně jako je oprávněna upustit od celého vymáhacího procesu z důvodu jeho nehospodárnosti či nepravděpodobnosti jeho úspěchu. Za této situace je platforma oprávněna pohledávky z úvěrové smlouvy dle výše podílu (účasti) postoupit na jednotlivé investory a ukončit správu investice.[117]

Platforma Fingood poskytuje investorům v rámci obstarání záležitosti spočívající v obstarání investice do investorem vybraného projektu zveřejněného na platformě komplexní služby a předmět komise se neomezuje pouze na samotné obstarání investiční příležitosti a umožnění poskytnutí peněžních prostředků vlastníkovi projektu.

Platforma Fingood provozuje obchodní model, který spadá do působnosti Nařízení o crowdfundingu. K provozování crowdfundingových služeb po 10.11.2023 jí musí být uděleno

[114] Čl. 6.3 ibid.
[115] Čl. 7.1, 7.2 a 8.3 ibid.
[116] Čl. 9.1 ibid.
[117] Čl. 9.3, 9.4 a 9.5 ibid.

oprávnění. K jeho získání již dle veřejně dostupných informací podala žádost, ke dni uzavření této práce licenci stále nezískala.

2.2.5 Participační model

Naproti decentralizovanému modelu stojí model *centralizovaný*, ve kterém přímý smluvní vztah vyplývající z úvěrové smlouvy mezi příjemcem a poskytovatelem peněžních prostředků neexistuje.[118] Stranami úvěrové smlouvy jsou úvěrovaný jako příjemce peněžních prostředků a samotný provozovatel platformy jednající vlastním jménem a na vlastní účet. Poskytovatelem úvěru v tomto obchodím modelu může být rovněž třetí subjekt spolupracující s crowdfundingovou platformou.

Investoři se projektu účastní na základě inominátní smlouvy uzavřené podle § 1746 odst. 2 Občanského zákoníku s provozovatelem platformy. Tato smlouva bývá zpravidla nazývána jako *rámcová smlouva o participaci*, případně také jako *rámcová smlouva o podílu investora na úvěrech*.[119]

Tato rámcová smlouva upravuje základní práva a povinnosti vztahující se k dílčím smlouvám o participaci/nabytí participace, kterou uzavírají investoři v případě projevení vůle poskytnout peněžní prostředky na konkrétní projekt. Mezi investory a platformou je sjednán ekonomický přenos výnosů a rizika ze smlouvy o úvěru uzavřené mezi platformou jako poskytovatelem úvěru a dlužníkem.[120] Investoři nabývají tzv. participaci, prostřednictvím které se účastní jím vybraného projektu, k jehož realizaci byl platformou poskytnut úvěr. Tento obchodní model tak lze nazvat jako *participační model.*

Participační model je na české crowdfundingové scéně hojně využíván. Z platforem, které umožňují investorům investovat do zveřejněných projektů prostřednictvím participací, lze

[118] KLAMO, Josef. P2P lending z pohledu českého finančního práva. In: PICHRT, Jan, Radim BOHÁČ a Jakub MORÁVEK, eds. *Sdílená ekonomika - sdílený právní problém?* 1. vyd. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2017, s. 175. ISBN 978-80-7552-874-2.
[119] Například platforma *Upvest*, viz Upvest | Real Estate Private Debt - smluvní dokumentace a jiné dokumenty. In: *Upvest.cz* [online] [cit. 14.09.2022]. Dostupné z: https://www.upvest.cz/smluvni-dokumentace
[120] HOBZA, Martin. Nařízení o crowdfundingu. I. část - působnost. *Obchodněprávní revue: odborný recenzovaný časopis pro obchodní právo a právo finančních trhů.* 2021, roč. 13, č. 3, s. 193. ISSN 1803-6554.

jmenovat například platformy *Upvest*[121], *Bondster*[122], *Rentier*[123], *CroFUNgo*[124], *Ronda Invest*[125] či *Nafirmy*[126].

Platformy s participačním modelem se obsahově shodují ve vymezení pojmových znaků participace. Participací bývá označována účast investora na výnosech a ztrátách z úvěru poskytnutého (typicky) provozovatelem platformy jako úvěrujícím[127] třetí osobě jako úvěrovanému. Jedná se tak o závazek vzniklý mezi investorem a provozovatelem platformy, který investorovi zakládá právo výplaty poměrné části splátky jistiny úvěru a jeho příslušenství. Investor participuje na úvěrech poskytnutých úvěrovanému v poměru odpovídajícímu výši investorem poskytnutých prostředků vůči celkové výši jistiny poskytnutého úvěru.

Investor není stranou úvěrové smlouvy ani věřitelem pohledávky za úvěrovaným. Investor má toliko právo na výplatu poměrné části peněžních prostředků přijatých provozovatelem platformy jakožto věřitelem od dlužníka na úhradu dluhů z poskytnutého úvěru. Provozovatelé platforem ve smluvní dokumentaci a zpravidla i přímo na platformě výslovně upozorňují investory, že investorům budou vyplaceny jakékoliv peněžních prostředky pouze v případě, že dlužník uhradí nejprve tyto prostředky provozovateli platformy, tedy svému věřiteli. Provozovatelé platforem nijak negarantují návratnost peněžních prostředků poskytnutých investorům k nabytí participace.

K úvěrům, na kterých investoři participují, bývají zpravidla zřizovány zajišťovací instrumenty. Provozovatel platformy tak v případě prodlení dlužníka s úhradou dluhů z úvěrové smlouvy tyto dluhy vymáhá, a to i prostřednictvím zajišťovacích instrumentů (typicky výkonem zástavního práva ke zřízené zástavě). Ke zřízení zajišťovacích instrumentů je provozovatel platformy oprávněn z pozice věřitele smlouvy o úvěru, a to vlastním jménem.

Mezi platformami nabízejícími investorům investice prostřednictvím nabytí participací existují dva typy obchodního modelu, a to s ohledem na okamžik, v jaké fázi crowdfundingového procesu a z jakých prostředků je dlužníkovi poskytnut úvěr.

---

[121] Upvest | Real Estate Private Debt - smluvní dokumentace a jiné dokumenty. In: *Upvest.cz [online] [cit. 14.09.2022]. Dostupné z: https://www.upvest.cz/smluvni-dokumentace*

[122] Platforma Bondster provozuje také crowdfunding založený na smíšeném modelu postupování pohledávek představený níže, viz Bondster. In: *Bondster.com* [online] [cit. 12.09.2022]. Dostupné z: https://bondster.com/cz/

[123] Rentier. In: *Rentier.cz* [online] [cit. 13.09.2022]. Dostupné z: https://www.rentier.cz/

[124] CroFUNgo. In: *Crofungo.cz* [online] [cit. 13.09.2022]. Dostupné z: https://crofungo.cz/

[125] Ronda Invest. In: *Rondainvest.cz* [online]. 25. 10. 2019 [cit. 13.09.2022]. Dostupné z: https://www.rondainvest.cz/domovska-stranka

[126] Nafirmy.cz | Půjčky pro podnikatele, investice do českých firem. In: *Nafirmy.cz* [online] [cit. 13.09.2022]. Dostupné z: https://nafirmy.cz/

[127] Úvěrujícím (poskytovatelem úvěru) může být i osoba odlišná od provozovatele platformy, což je model využívaný například platformou *Bondster.*

Jedná-li se o situaci, při níž platforma jako úvěrující uzavře s dlužníkem úvěrovou smlouvu, na jejímž základě mu z vlastních prostředků poskytne úvěr a až následně zveřejní projekt na své platformě a umožní investorům za úplatu ve výši investorovy investice nabýt participaci, jedná se o „klasický" participační model. Pokud však platforma poskytne dlužníkovi úvěr z peněžních prostředků až v okamžiku, kdy jejich celkovou potřebnou výši získala od investorů účastnících se daného projektu, jedná se o model s tzv. *podmíněnou participací*, kterému se věnuje následující podkapitola.

Doposud výše uvedená charakteristika platí pro oba typy obchodního modelu s participacemi, přičemž následující popis se vztahuje pouze k prvně uvedenému modelu „klasického" participačního crowdfundingu.

Provozovatelé platforem na své crowdfundingové platformě nabízejí investorům nabytí participací k projektům, na které již byly poskytnuty úvěry. Například platforma *Ronda Invest* ve veřejné části platformy (tj. části přístupné bez nutnosti přihlášení do uživatelského účtu) popisuje proces poskytnutí úvěru a investování investorem tak, že úvěr poskytuje *Ronda Invest* dlužníkovi z vlastních zdrojů a až následně, po ověření jeho solventnosti a platební morálky, nabízí investorům k participaci, kteří se „složí".[128]

Peněžní prostředky, které byly poskytnuty jako úvěr dlužníkovi, nepochází od investorů, kteří se následně účastní daného projektu, nýbrž se jedná o vlastní prostředky provozovatele platformy.[129] Provozovatel platformy se následně, prostřednictvím nabytí participací na tomto úvěru investory, z ekonomického hlediska uspokojí, neboť investorům může nabídnout k participaci v souhrnu až 100 % jistiny poskytnutého úvěru. Majetek provozovatele platformy snížený o peněžní prostředky ve výši poskytnutého úvěru je následně opětovně doplněn až do původní výše prostřednictvím investory poskytnutými peněžními prostředky za nabytí participací.

Vzhledem k tomu, že investoři získají prostřednictvím nabyté participace na úvěru právo na výplatu nejen poměrné části jistiny úvěru, ale rovněž poměrné části úroků z úvěru, přichází provozovatel platformy v příslušném rozsahu o vlastní potenciální budoucí zisk z poskytnutého

[128] Ronda Invest. *In: Rondainvest.cz [online]. 25. 10. 2019 [cit. 13.09.2022]. Dostupné z: https://www.rondainvest.cz/domovska-stranka*

[129] Z praktického hlediska se musí jednat o skutečně vlastní peněžní prostředky provozovatele platformy, resp. o prostředky nepocházející od investorů investujících do zveřejněných projektů na platformě, pouze u prvního úvěru, který je následně zveřejněn k participacím na platformě, resp. u každého dalšího projektu, který svou výší jistiny převyšuje úvěr předcházející. Provozovatel platformy totiž peněžní prostředky, které získá od investorů za nabytí participace na úvěru, může následně použít k poskytnutí dalšího úvěru. V dispozici s těmito peněžními prostředky z participací není provozovatel platformy nijak omezen a jsou tak jeho vlastními prostředky. Fakticky tedy investoři participující na úvěru poskytují peněžní prostředky, které slouží k financování úvěru (projektu) následujícího.

úvěru v podobě těchto úroků. Tato ztráta budoucích výnosů v podobě smluvních úroků z úvěru, které je platforma povinna poskytnout po jejich obdržení od dlužníka investorům, je z mého pohledu dostatečně kompenzována výhodami, které pro platformu z tohoto přenosu ekonomických výnosů z úvěru vyplývají.

Platforma jednak získá nazpět až 100 % výše poskytnuté jistiny úvěru a získá možnost poskytnout úvěrové financování dalšímu dlužníkovi. Současně bývá běžnou praxí požadovat po úvěrovaném při čerpání úvěru úhradu různých druhů poplatků a odměn spojených s poskytnutím a zpracováním úvěru. Tato uhrazená peněžitá plnění zůstanou i po nabytí participací investory provozovateli platformy. Rovněž si provozovatelé platforem zpravidla účtují vůči investorům odměnu za činnost spočívající ve správě investice.

Úvěrové riziko z poskytnutého úvěru jeho poskytovatel přenáší prostřednictvím participací na jednotlivé investory. Investoři vstupují do smluvního vztahu pouze s provozovatelem platformy a nenabývají pohledávku za samotným dlužníkem ze smlouvy o úvěru. Investoři tedy až *ex post* financují zveřejněný projekt, nikoliv však pro dlužníka (vlastníka projektu), ale pro provozovatele platformy jakožto poskytovatele úvěru. Peněžní prostředky od investorů tak neslouží k poskytnutí financování vlastníkovi jimi vybraného projektu.

Činnost provozovatele platformy s „klasickým“ participačním modelem tak nespočívá v párování zájmů investorů a vlastníků projektů v pozici úvěrovaných ve smyslu čl. 2 odst. 1 písm. a) bod i) Nařízení o crowdfundingu a neměla by tak spadat do působnosti Nařízení o crowdfundingu.[130] Tento právní názor zastává ve svém stanovisku rovněž ČNB. Zároveň v něm neposkytuje žádný názor týkající se případné regulace dopadající na tento participační model crowdfundingu.

Právní regulaci dopadající na participační model úvěrového crowdfundingu je věnována kapitola 3.1 této práce.

2.2.6 Podmíněné participace

Na české crowdfundingové scéně se lze setkat rovněž s modelem, kdy investoři nejdříve nabývají tzv. *podmíněnou participaci*, tedy prozatím neúčinnou participaci. Ta se stává účinnou participací až v okamžiku, kdy součet peněžních prostředků poskytnutých investory na (budoucí)

[130] Otázka č. 2 ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Časté dotazy k nařízení o crowdfundingu* [online]. ČNB, 2022, s. 2 [cit. 07.09.2022]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/dohled-financni-trh/.galleries/legislativni_zakladna/obchodovani_s_OTC_derivaty/download/20230328_faq_k_narizeni_o_crowdfundingu.pdf

participace na úvěru dosáhl výše v projektu požadované částky. Tento model provozuje např. již zmíněná platforma *Upvest,* platforma *Nafirmy* nebo *CroFUNgo.*

V tomto modelu se investorům prostřednictvím platformy neumožňuje převzetí práva podílet se na výnosech a ztrátách z úvěru již dříve poskytnutého úvěrovanému, nýbrž se investorům nabízí toto převzetí v případě, že bude investory poskytnuto (či přislíbeno poskytnutí) provozovateli platformy dostatečné množství peněžních prostředků umožňující jejich následné využití k poskytnutí úvěru úvěrovanému ze strany provozovatele platformy. Konkrétně v případě platformy *Upvest* dochází poté, co se investor rozhodne investovat peněžní prostředky do konkrétního projektu, k zablokování částky odpovídající výši investice (peněžní částky, za kterou získá investor participaci na konkrétním úvěru) na účtu vedeném provozovatelem platformy *Upvest* pro investora. Tímto daný investor nabývá tzv. podmíněnou participaci. Investor není oprávněn s touto částkou disponovat po zbývající dobu zveřejnění projektu na platformě.

Investor nabývá účinnou participaci pouze (až) v okamžiku, kdy během doby zveřejnění projektu na platformě dosáhne součet nominálních hodnot všech podmíněných participací do konkrétního úvěru 100 % požadované výše jistiny úvěru. Provozovatel platformy *Upvest* tak poskytne úvěr úvěrovanému pouze v případě, že v průběhu zveřejnění projektu na platformě důsledkem investic investorů do projektu zablokoval na účtech vedených pro investory peněžní prostředky ve výši 100% jistiny předmětného úvěru.[131]

Platforma *Nafirmy* provozuje obdobný model jako platforma *Upvest*. Participace investora do konkrétního úvěru zveřejněného na této platformě k participacím nabývá účinnosti pouze v případě, že souhrn investic všech investorů do daného úvěru dosáhne alespoň minimální výše jistiny stanovené pro požadovaný úvěr.[132] Peněžní prostředky poskytované úvěrovanému tak nejsou ze strany provozovatele této platformy poskytovány z vlastních prostředků, nýbrž rovněž z prostředků poskytnutých ze strany investorů k nabytí participace.

Platforma *CroFUNgo* nepoužívá pojem podmíněné participace ani neodkládá účinnost jejího nabytí na okamžik shromáždění dostatečného množství prostředků od investorů. Přinejmenším tak nečiní ve veřejné části své platformy, na které není zveřejněna vzorová dokumentace nebo obchodní podmínky. V části popisující obchodní model platformy se však uvádí, že úvěr dle

[131] Čl. 2 Rámcové smlouvy o podílu investora na úvěrech Upvest | Real Estate Private Debt - smluvní dokumentace a jiné dokumenty. In: *Upvest.cz* [online] [cit. 14.09.2022]. Dostupné z: https://www.upvest.cz/smluvni-dokumentace
[132] Čl. 2.1 písm. (a) Rámcové smlouvy o poskytování participací Nafirmy.cz | Dokumenty ke stažení. In: *Nafirmy.cz* [online] [cit. 18.09.2022]. Dostupné z: https://nafirmy.cz/dokumenty

úvěrové smlouvy, kterou jako úvěrující uzavírá s dlužníkem provozovatel platformy, se poskytuje až v okamžiku, kdy se od investorů vybere dostatečné množství peněžních prostředků.[133]

Při výkladu smluvní dokumentace zmíněných platforem dle pravidel výkladu právních jednání, konkrétně pak dle pravidla posuzování právního jednání podle svého obsahu dle § 555 odst. 1 Občanského zákoníku, docházím k závěru, že takto nastavený crowdfundingový model, byť ve smluvní dokumentaci nazývaný a na platformě prezentovaný jako model participační, je ve skutečnosti zastřeným *komisionářským modelem*. Peněžní prostředky poskytnuté investory k nabytí (podmíněné) participace jsou z materiálního hlediska poskytnuty jako jistina úvěru úvěrovanému ze strany provozovatele crowdfundingové platformy. Provozovatel platformy v úvěrové smlouvě formálně jedná svým jménem i na svůj účet, nedochází však k poskytnutí úvěru na jeho vlastní riziko.

Oproti „klasickému" participačnímu modelu, kdy provozovatel platformy (či jiný poskytovatel úvěru) nejprve poskytl úvěr z vlastních zdrojů (nikoliv tedy z prostředků získaných od investorů investujících do daného projektu) a až následně riziko plynoucí z poskytnutého úvěru (společně s právem na výnos) přenesl na předem neomezený okruh investorů, je v crowdfundingovém modelu *podmíněných participací* časová souslednost opačná a provozovatel platformy riziko z poskytnutého úvěru od okamžiku poskytnutí úvěru sám vůbec nenese. V tomto modelu se tak nejedná o přenos úvěrového rizika původně vzniklého provozovateli platformy v pozici formálního a materiálního poskytovatele úvěru, nýbrž o originární vznik úvěrového rizika (spojeného s okamžitým nabytím práva na výnos a ztráty z podkladového úvěru) zatěžující rovnou investory. Provozovatel platformy úvěrové riziko vyplývající z poskytnutého úvěru v žádném okamžiku nenese, neboť jako úvěr poskytuje cizí (investorské) zdroje a dle smluvního ujednání s těmito investory jim je povinen (po započtení své odměny) vyplácet veškerá peněžitá plnění, která mu na úhradu pohledávky z úvěrové smlouvy uhradil dlužník.

Právě skutečnost, že provozovatel platformy jakožto věřitel z úvěrové smlouvy neposkytuje vlastní peněžní prostředky, podporuje závěr, že zde provozovatel platformy ve skutečnosti nejedná jako formální a materiální poskytovatel úvěru, nýbrž vystupuje toliko v roli formálního úvěrujícího. Jeho pozice je tak obdobná s pozicí provozovatele crowdfundingové platformy

[133] CroFUNgo - Jak to funguje. In: *Crofungo.cz* [online] [cit. 01.05.2023]. Dostupné z: https://crofungo.cz/#jaktofunguje; CroFUNgo - O nás. In: *Crofungo.cz* [online] [cit. 01.05.2023]. Dostupné z: https://crofungo.cz/o-nas/

uzavírajícího úvěrovou smlouvu a poskytujícího úvěr vlastním jménem na účet investorů na základě komisionářské smlouvy.

Pozice investorů v tomto druhu participačního modelu je rovněž srovnatelná s pozicí investorů v komisionářském modelu jakožto komitentů. Investoři si vyberou na platformě zveřejněný projekt, do kterého hodlají investovat. Na základě smluvního vztahu poskytnou či přislíbí poskytnout peněžní prostředky na financování projektu v případě, že totéž provede dostatečné množství dalších investorů. Následně se investoři poměrově účastní poskytnutého úvěru a přijímají od platformy peněžitá plnění v podobě splátek úroků a jistiny.

Stejně jako v komisionářském modelu je provozovatel platformy povinen vydat investorům plnění přijatá od úvěrovaného. Jak v komisionářském modelu, tak v tomto druhu participačního modelu poskytuje provozovatel platformy investorům plnění pouze v případě, že mu jsou dluhy z úvěrové smlouvy dlužníky uhrazeny, nebo pokud provozovatel platformy vymůže dluhy z úvěrové smlouvy ve vymáhacím procesu.

Rovněž v komisionářském modelu i tomto druhu participačního crowdfundingu vyplývají vůči úvěrovanému práva a povinnosti z úvěrové smlouvy výlučně provozovateli platformy jakožto úvěrujícímu. Ve vztahu k úvěrovanému je rovněž v obou modelech irelevantní, že provozovatel platformy jedná na účet investorů, jejichž totožnost úvěrovaný ani nemusí znát. Dlužník z úvěrové smlouvy vždy hradí dluhy svému věřiteli, tedy provozovateli platformy. Za obstarání investice v podobě umožnění nabytí participace platforma po investorovi zpravidla požaduje uhrazení poplatku. Úplatnost jako pojmový znak komise tak bude splněna i u tohoto modelu crowdfundingu.

Jsem tak názoru, že tento druh participačního modelu, ve kterém provozovatel platformy použije poskytnuté peněžní prostředky přijaté nejdříve od investorů k samotnému poskytnutí předmětného úvěru, na jehož výnosech a ztrátách se investoři coby držitelé podmíněných participací a potenciální držitelé účinných participací mají ihned od okamžiku poskytnutí úvěru právo podílet, je svým obsahem obdobný s představeným komisionářským modelem. Rámcová smlouva o participaci na úvěrech by se tak z těchto důvodů dle mého názoru měla posuzovat jako rámcová komisionářská smlouva dle § 2455an. Občanského zákoníku a úvěr poskytnutý úvěrovanému by měl představovat záležitost obstaranou pro investora v nepřímém zastoupení provozovatelem platformy.

Z těchto důvodů usuzuji, že crowdfundingový model s podmíněnými participacemi spadá do působnosti Nařízení o crowdfundingu. Tento závěr nepřímo podporuje i stanovisko ČNB, dle

něhož jsou z působnosti Nařízení o crowdfundingu vyloučeny případy, kdy provozovatel platformy poskytuje úvěr úvěrovanému na vlastní účet a riziko a *až následně* přenáší na investory právo na výnos, stejně jako úvěrové riziko, v podobě participací.[134] U představeného modelu s podmíněnou účinností participací však nelze hovořit o *následném* přenesení úvěrového rizika a práva na výnos z úvěru dříve poskytnutého ze strany provozovatele platformy, neboť časová souslednost poskytnutí úvěru ze strany provozovatele platformy a nabytí participací je ve skutečnosti opačná než u „klasického" participačního modelu. Prostřednictvím činnosti crowdfundingové platformy tak dle mého názoru z materiálního hlediska dochází, stejně jako u komisionářského modelu, k nepřímému zastoupení investorů crowdfundingovou platformou při poskytnutí úvěru vlastníkovi projektu.

U žádné z uvedených platforem s tímto modelem *podmíněných participací* nelze dohledat informaci o tom, že by jejich provozovatelé podali žádost o udělení licence dle Nařízení o crowdfundingu nebo že by plánovali formálně upravit svou dokumentaci, „přihlásit se" k provozování komisionářského modelu a následně požádat o udělení crowdfundingové licence. Platforma *Upvest* pak má výslovně za to, že její obchodní model nespadá do působnosti Nařízení o crowdfundingu, přičemž v případě odlišného názoru ČNB je připravena žádat o udělení oprávnění dle Nařízení o crowdfundingu nebo upravit svůj obchodní model.[135]

2.2.7 Smíšený model – postupování pohledávek

Kombinaci prvků modelu centralizovaného a decentralizovaného představuje model *smíšený*.[136] Tento model využívá postoupení pohledávky z úvěru, který byl úvěrovanému poskytnut ze strany provozovatele platformy svým jménem a na svůj účet a riziko, případně spolupracující třetí stranou, na jednotlivé investory.[137]

Mezi v České republice působící crowdfundingové platformy s obchodním modelem založeným na postupování pohledávek patří například platforma *Bondster*.[138] Tato platforma

[134] Otázka č. 2 ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Časté dotazy k nařízení o crowdfundingu* [online]. ČNB, 2022, s. 2 [cit. 07.09.2022]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/dohled-financni-trh/.galleries/legislativni_zakladna/obchodovani_s_OTC_derivaty/download/20230328_faq_k_narizeni_o_crowdfundingu.pdf

[135] BREJČÁK, Peter. ČNB čistí trh od šedé zóny. Pokutu milion korun udělila crowdfundingu Investown, fungování již změnil. In: *Czechcrunch.cz* [online]. 17. 2. 2023 [cit. 08.05.2023]. Dostupné z: https://cc.cz/cnb-cisti-trh-od-sede-zony-pokutu-milion-korun-udelila-crowdfundingu-investown-fungovani-jiz-zmenil/

[136] KLAMO, Josef. P2P lending - novinky v právní úpravě a praxi. In: PICHRT, Jan, Radim BOHÁČ a Jakub MORÁVEK, eds. *Sdílená ekonomika tři roky poté - závěry a perspektivy*. 1. vyd. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2019, s. 182. ISBN 978-80-7598-591-0.

[137] HOBZA, Martin. Nařízení o crowdfundingu. I. část - působnost. *Obchodněprávní revue: odborný recenzovaný časopis pro obchodní právo a právo finančních trhů*. 2021, roč. 13, č. 3, s. 193. ISSN 1803-6554.

[138] Platforma Bondster provozuje také crowdfunding založený na „klasickém" participačním modelu, viz Bondster. In: *Bondster.com* [online] [cit. 12.09.2022]. Dostupné z: https://bondster.com/cz/

umožňuje spolupracujícím poskytovatelům úvěru v pozici věřitele postoupit pohledávky za úvěrovaným z konkrétní úvěrové smlouvy na investora jakožto postupníka.[139] Poskytovateli úvěru jsou pak spolupracující nebankovní společnosti z celého světa.[140]

Provozovatel platformy *Bondster* nefiguruje ve vztahu k poskytovateli úvěru (postupiteli) a investorovi (postupníkovi) jakožto nezávislá osoba poskytující pouze technické zázemí platformy za účelem uzavření příslušné smluvní dokumentace. Provozovatel této platformy jednak uzavírá jménem a na účet postupitele smlouvu o postoupení pohledávky, současně je její smluvní stranou jakožto případný budoucí správce pohledávky a rovněž zajišťuje převod peněžních prostředků mezi investorem, poskytovatelem úvěru a dlužníkem z úvěrové smlouvy.

Smlouva o postoupení uzavíraná dle § 1880an. Občanského zákoníku, na základě které se investor stává věřitelem pohledávky, zde však představuje značně modifikované postavení oproti běžnému postoupení pohledávek. Byť se investor stává formálně věřitelem (části) pohledávky z úvěrové smlouvy za dlužníkem, dle smluvních ustanovení není investor jako nový věřitel oprávněn pohledávku sám spravovat, uplatňovat nebo vymáhat, je rovněž omezen co do možnosti jejího postoupení na třetí osoby.

Dlužník z úvěrové smlouvy se ve smyslu § 1882 Občanského zákoníku nevyrozumívá o postoupení pohledávky a poskytovatel svým jménem na účet investora jakožto postupníka má zajišťovat správu, uplatňování i vymáhání postoupené pohledávky, přičemž osobou oprávněnou k těmto činnostem se může stát i sám provozovatel platformy. Jedná se zde tedy o vymáhání postoupené pohledávky postupitelem na účet postupníka dle § 1886 Občanského zákoníku, na které se subsidiárně budou aplikovat ustanovení o komisi dle § 2455an. Občanského zákoníku.[141] Investor se tak po postoupení pohledávky stává pouhým „holým" vlastníkem pohledávky bez standardních možností dispozice s pohledávkou.

Představený model založený na postupování pohledávky vyžaduje, aby před zveřejněním projektu na crowdfundingové platformě již existovala pohledávka za úvěrovaným z úvěrové smlouvy a aby již byl dříve úvěrovanému poskytnut úvěr. Z materiálního hlediska se tak peněžní prostředky poskytují nejdříve z vlastních zdrojů a na účet a riziko poskytovatele úvěru (či přímo provozovatele platformy, je-li sám poskytovatelem úvěru).

[139] Úvěrem se dle smluvní dokumentace platformy *Bondster* rozumí zápůjčka, leasing, úvěr nebo finanční závazek „jiného druhu", který je předmětem dané úvěrové smlouvy.
[140] Např. z Estonska, Běloruska, Kolumbie, Nigérie, Mexika či Kazachstánu.
[141] PETROV, Jan, Michal VÝTISK a Vladimír BERAN. *Občanský zákoník: komentář*. 2. vyd. Praha: C.H. Beck, 2019, s. 2634. ISBN 978-80-7400-747-7.

Prostřednictvím crowdfundingové platformy se v tomto modelu neuzavírá dohoda dle čl. 2 odst. 1 písm. b) Nařízení o crowdfundingu, tedy úvěrová smlouva. Na crowdfundingové platformě tak nedochází ke vzniku přímého závazku mezi investory a dlužníkem (úvěrovaným), neboť platforma mezi sebou propojuje toliko současného a budoucího věřitele pohledávky za dlužníkem. Nedochází ani k poskytnutí úvěru ze strany investora nepřímo zastoupeného crowdfundingovou platformou.

Model s postoupením pohledávek z úvěrové smlouvy tak nespadá do působnosti Nařízení o crowdfundingu, což vyplývá i z čl. 45 odst. 2 písm. d) Nařízení o crowdfundingu, který se týká zprávy o uplatňování Nařízení o crowdfundingu. Konkrétně vynětí tohoto crowdfundingového modelu vyplývá z otázky, zda je rozsah služeb spadajících do působnosti Nařízení o crowdfundingu přiměřený *„s ohledem na vývoj modelů podnikání zahrnujících zprostředkování finančních pohledávek, včetně postoupení nebo prodeje pohledávek z úvěrů investorům, kteří jsou třetí stranou, prostřednictvím platforem skupinového financování.“* Na dané ustanovení se odkazuje rovněž stanovisko ČNB, dle kterého model založený na postupování pohledávek nespadá do působnosti Nařízení o crowdfundingu.[142]

Osobně nepovažuji nezahrnutí tohoto modelu do působnosti Nařízení o crowdfundingu za příliš logický krok, když samotné Nařízení o crowdfundingu ve své aktuální podobě vědomě opomíjí crowdfundingový model, který je v praxi již využíván. Stejně jako v předchozích představených modelech je investor stran administrace a případného vymáhání své investice do konkrétního projektu odkázán na činnost provozovatele crowdfundingové platformy. Rovněž skutečnost, že investory mají být a v praxi v drtivé většině i bývají osoby bez právnického a ekonomického vzdělání, rozdíl mezi nabytím věřitelské pozice vůči dlužníkovi na základě postoupení pohledávky nebo na základě samotné úvěrové smlouvy podle decentralizovaného nebo nepřímo komisionářského modelu pro ně může být jen těžko uchopitelný.

Právní regulaci dopadající na participační model úvěrového crowdfundingu je věnována kapitola 3.2 této práce.

[142] Otázka č. 2 ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Časté dotazy k nařízení o crowdfundingu* [online]. ČNB, 2022, s. 2 [cit. 07.09.2022]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/dohled-financni-trh/.galleries/legislativni_zakladna/obchodovani_s_OTC_derivaty/download/20230328_faq_k_narizeni_o_crowdfundingu.pdf

2.3 Investiční crowdfunding dle Nařízení o crowdfundingu

Následující kapitola se zaměřuje na vymezení působnosti Nařízení o crowdfundingu ve vztahu k druhému typu finančního crowdfundingu, tedy crowdfundingu investičnímu. V kapitole budou nastíněny problematické aspekty týkající se vymezení působnosti Nařízení o crowdfundingu a zhodnocen dopad na platformy působící na českém trhu.

2.3.1 Základní vymezení

Nařízení o crowdfundingu ve vztahu k investičnímu crowdfundingu vyjasňuje otázku, zda a případně jaké poskytování investičních služeb dle MiFID II tento typ finančního crowdfundingu představuje[143], neboť Nařízení o crowdfundingu při vymezení činností využívá odkazu právě na investiční služby dle MiFID II.

Službou investičního crowdfundingu dle čl. 2 odst. 1 písm. a) bod ii) Nařízení o crowdfundingu se rozumí párování zájmů investorů a vlastníků projektů na financování podnikání prostřednictvím služeb crowdfundingové platformy, která poskytuje investiční službu *„umisťování převoditelných cenných papírů a nástrojů přijatých pro účely skupinového financování vydaných vlastníky projektů nebo zvláštní účelovou jednotkou bez pevného závazku převzetí podle bodu 7 oddílu A přílohy I [MiFID II]*“ a investiční službu „*přijímání a předávání pokynů klientů týkajících se těchto převoditelných cenných papírů a přijatých nástrojů pro účely skupinového financování podle bodu 1 oddílu A přílohy I [MiFID II]“.*

2.3.2 Nástroje

Převoditelnými cennými papíry se dle čl. 2 odst. 1 písm. m) Nařízení o crowdfundingu rozumí *„převoditelné cenné papíry ve smyslu čl. 4 odst. 1 bodu 44 směrnice [MiFID II]“*, tedy takové *„druhy cenných papírů, které jsou obchodovatelné na kapitálovém trhu, s výjimkou platebních nástrojů, jako jsou: | a) | akcie společností a další cenné papíry rovnocenné akciím společností, podílům v osobních společnostech či jiných subjektech, včetně cenných papírů nahrazujících akcie; | b) | dluhopisy a jiné formy dluhových cenných papírů, včetně cenných papírů nahrazujících tyto cenné papíry; | c) | všechny ostatní cenné papíry, se kterými je spojeno právo nabývat nebo prodávat takové převoditelné cenné papíry nebo ze kterých vyplývá právo na vypořádání v penězích, jež se určuje odkazem na převoditelné cenné papíry, měny, úrokové sazby nebo výnosy,*

[143] HOBZA, Martin. Nařízení o crowdfundingu. I. část - působnost. *Obchodněprávní revue: odborný recenzovaný časopis pro obchodní právo a právo finančních trhů.* 2021, roč. 13, č. 3, s. 193. ISSN 1803-6554.

komodity nebo jiné indexy či míry". Převoditelné cenné papíry dle čl. 4 odst. 1 bodu 44 MiFID II jsou finančními nástroji dle Přílohy I oddílu C bodu 1 MiFID II.

Z definice investičního crowdfundingu dle Nařízení o crowdfundingu vyvstává otázka, jaké konkrétní finanční nástroje lze považovat za převoditelné cenné papíry v případech modelů investičního crowdfundingu, neboť v rámci transpozic MiFID II do národních právních řádů členských států EU nepanuje jednotný interpretační přístup ve vztahu k finančním nástrojům a převoditelným cenným papírům dle MiFID II.[144] Rozdílný přístup napříč členskými státy spočívá například v různé interpretaci *„kapitálového trhu"* nebo překážkách (omezeních) spojených s převoditelností těchto nástrojů.[145]

Český právní řád v § 3 odst. 1 písm. a) a odst. 2 ZPKT jako transpozice MiFID II označuje převoditelné cenné papíry jako *„investiční cenné papíry"*, které jsou *„investičními nástroji"*. Investiční služby dle MiFID II pak dle § 4 odst. 2 písm. i) ZPKT pak odpovídají označení *„umisťování investičních nástrojů bez závazku jejich upsání"* a dle § 4 odst. 2 písm. a) ZPKT označení *„přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů"*.

Za typické a v praxi potenciálně i nejhojněji využívané finanční (investiční) nástroje pro modely investičního crowdfundingu bude možné považovat zejména dluhopisy a akcie. Tyto konkrétní finanční (investiční) nástroje jsou jednak výslovně uvedeny v definici převoditelných cenných papírů dle MiFID II, současně nad jejich zařazením mezi převoditelné cenné papíry a interpretací existuje napříč členskými státy shoda.[146] V ZPKT jsou pak mezi investiční cenné papíry akcie a dluhopisy zařazeny dle § 3 odst. 2 písm. a) a b).

Rovněž pro praxi investičního crowdfundingu připadají v úvahu tzv. *warranty* jakožto nástroje opravňující k nabytí nebo zcizení účastnických a dluhových cenných papírů ve smyslu § 3 odst. 2 písm. d) ZPKT. Znak oprávnění k nabytí nebo prodeji určitých cenných papírů zůstává u warrantů zachován i v případě, že jeho držiteli bude umožněno, vedle práva prodat nebo koupit dané

[144] HOBZA, Martin a Aneta VONDRÁČKOVÁ. The New Financial Crowdfunding Regulation and Its Implications for Investment Services under MiFID II. *Prague Law Working Papers Series* [online]. 2020, č. 2020/III/2, s. 7 [cit. 07.08.2022]. ISSN 2336-5811. Dostupné z: https://papers.ssrn.com/abstract=3725997

[145] MACCHIAVELLO, Eugenia. The European Crowdfunding Service Providers Regulation: The Future of Marketplace Lending and Investing in Europe and the 'Crowdfunding Nature' Dilemma. *European Business Law Review* [online]. 2021, roč. 32, č. 3, s. 566 [cit. 04.09.2022]. ISSN 0959-6941. Dostupné z: https://kluwerlawonline.com/JournalArticle/European+Business+Law+Review/32.3/EULR2021020

[146] HOBZA, Martin a Aneta VONDRÁČKOVÁ. The New Financial Crowdfunding Regulation and Its Implications for Investment Services under MiFID II. *Prague Law Working Papers Series* [online]. 2020, č. 2020/III/2, s. 7 [cit. 07.08.2022]. ISSN 2336-5811. Dostupné z: https://papers.ssrn.com/abstract=3725997

podkladové aktivum, získat vypořádání v penězích.[147] Dále mezi nástroje investičního crowdfundingu bude možné zařadit nejrůznější *investiční certifikáty* ve smyslu § 3 odst. 2 písm. e) ZPKT, ze kterých vyplývá právo na vypořádání v penězích a jejichž hodnota je určena měřitelnými ukazateli. Zejména se bude jednat o určení hodnoty těchto investičních certifikátů hodnotou investičních cenných papírů, měnovým kurzem, úrokovou sazbou, finančních indexů nebo různých komodit. Warranty i certifikáty spadají mezi převoditelné cenné papíry dle čl. 4 odst. 1 bodu 44 písm. c) MiFID II, přičemž se bude jednat o nepojmenované cenné papíry dle § 515 Občanského zákoníku.

Nástroji přijatými pro účely skupinového financování se pak dle čl. 2 odst. 1 písm. n) Nařízení o crowdfundingu rozumí *„s ohledem na každý členský stát podíly ve společnosti s ručením omezeným, na které se nevztahují omezení, která by účinně bránila v jejich převodu, včetně omezení způsobu, jakým jsou tyto podíly nabízeny veřejnosti nebo pro veřejnost inzerovány“*.

Převoditelnost umožňující investorům zcizení své majetkové účasti na kapitálových trzích a ukončení tak své crowdfundingové investice představuje dle Nařízení o crowdfundingu pro investiční crowdfunding důležitý ochranný prvek. Nařízení o crowdfundingu se tak vztahuje na crowdfundingové služby související s převoditelnými cennými papíry. Do působnosti Nařízení o crowdfundingu spadají jako *„nástroje přijaté pro účely skupinového financování“* rovněž podíly v některých společnostech s ručením omezeným založených dle národního práva členských státu EU, které jsou také volně převoditelné na kapitálových trzích.[148] Nařízení o crowdfundingu ve vztahu k těmto nástrojům přijatým pro účely skupinového financování respektuje existující pravidla národních právních řádů členských států EU pro jejich převoditelnost, přičemž se ponechává na uvážení příslušného národního orgánu, jaké podíly pro investiční crowdfunding dle čl. 2 odst. 2 Nařízení o crowdfundingu povolí.

Dle českého právního řádu připadají v úvahu jako tyto přijaté nástroje podíly ve společnosti s ručením omezeným, které budou neomezeně převoditelné. Jednalo by se tedy o podíly v takových společnostech, ve kterých společenská smlouva dle § 207 ZOK nepodmiňuje převod podílu na jiného společníka souhlasem některého z orgánů této společnosti a kde dle § 208 ZOK současně společenská smlouva výslovně určí, že při převodu podílu na osobu, která není společníkem společnosti, není vyžadován souhlas valné hromady. Byť se ČNB již vyjádřila, že

[147] HUSTÁK, Zdeněk a Aleš SMUTNÝ. *Investiční služby a nástroje po rekodifikaci*. 1. vyd. Praha: C.H. Beck, 2016, s. 145. ISBN 978-80-7400-533-6.
[148] Recitál 13 preambule Nařízení o crowdfundingu.

takto neomezeně převoditelné podíly ve společnostech s ručením omezeným by mohly být za tyto přijaté nástroje považovány, v současné době tyto podíly dle čl. 2 odst. 2 Nařízení o crowdfundingu pro účely investičního crowdfundingu ČNB nepovoluje.[149] Současně podíly ve společnosti s ručením omezeným, které jsou vtěleny do kmenového listu a jejichž převoditelnost tedy není omezena ani podmíněna, nemohou spadat do definice takto přijatých nástrojů, neboť je dle § 137 odst. 4 ZOK výslovně zakázáno jejich veřejné nabízení a obchodování.

2.3.3 Investiční služby

Poskytovatel crowdfundingových služeb investičního crowdfundingu umožňuje střetnutí nabídky a poptávky mezi investory a vlastníky projektu na financování podnikání, přičemž se jedná o poskytování dvou investičních služeb dle MiFID II, resp. ZPKT, a to *umisťování bez pevného závazku jejich upsání* a *přijímání a předávání pokynů*, které se obě týkají buďto převoditelných (investičních) cenných papírů nebo nástrojů přijatých pro účely crowdfundingu. Vzhledem k tomu, že MiFID II neobsahuje definici těchto investičních služeb a členské státy zaujímají rozdílné přístupy v pohledu na zmíněné investiční služby ve vztahu k národním právním úpravám crowdfundingových služeb,[150] může se jevit zahrnutí dvou investičních služeb dle MiFID II do ustanovení týkajících se samotné působnosti Nařízení o crowdfundingu bez dalšího vymezení konkrétních činností spadajících pod tyto investiční služby pro účely vymezení samotné působnosti Nařízení o crowdfundingu jako neoptimální.

Investiční služba *umisťování investičních nástrojů bez závazku jejich upsání* zahrnuje závazek jejího poskytovatele pokusit se pro emitenta nalézt osoby, které emisi investičního nástroje, nebo alespoň její část, upíší. Poskytovatel této služby vystupuje vůči emitentovi toliko jako zprostředkovatel úpisu, neboť nebude-li tato činnost poskytovatele úspěšná, není poskytovatel povinen emisi či její část upsat sám. V praxi však není neobvyklé, že se poskytovatel této investiční služby účastní úpisu dané emise na základě vlastního uvážení, nezakazuje-li mu to ujednání s emitentem.[151] Tímto se tato investiční služba liší od investiční služby *upisování nebo umisťování investičních nástrojů se závazkem jejich upsání* dle § 4 odst. 2 písm. h) ZPKT (transponující službu *upisování finančních nástrojů nebo umisťování finančních nástrojů na základě pevného závazku*

[149] Otázka č. 4 ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Časté dotazy k nařízení o crowdfundingu* [online]. ČNB, 2022, s. 3 [cit. 07.09.2022]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/dohled-financni-trh/.galleries/legislativni_zakladna/obchodovani_s_OTC_derivaty/download/20230328_faq_k_narizeni_o_crowdfundingu.pdf

[150] HOOGHIEMSTRA, Sebastiaan Niels. *The European Crowdfunding Regulation – Towards Harmonization of (Equity- and Lending-Based) Crowdfunding in Europe?* [online]. 2020, s. 4 [cit. 10.10.2022]. Dostupné z: https://papers.ssrn.com/abstract=3679142

[151] HUSTÁK, Zdeněk et al. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu: komentář*. 1. vyd. Praha: C.H. Beck, 2012, s. 73. ISBN 978-80-7400-433-9.

převzetí dle Přílohy I oddílu A bodu 6 MiFID II), u které se její poskytovatel zavazuje emitentovi investičních nástrojů, že zajistí distribuci emise, případně její části, a v případě, že se mu třetí osoby v pozici investorů nalézt nepodaří, upíše celou emisi či její část sám poskytovatel. Poskytovatel u této investiční služby vůči emitentovi vystupuje v pozici upisovatele – distributora.[152]

Obsahem uvedených investičních služeb obvykle bývá příprava nabídkové dokumentace, emisních podmínek a zajištění samotného umisťování emise veřejnou nebo neveřejnou nabídkou, prostřednictvím regulovaného trhu nebo jiné obchodní platformy apod.[153]

Výklad investiční služby *umisťování investičních nástrojů bez závazku jejich upsání* nabyl v poslední době na významu, a to zejména ve vztahu k tuzemské praxi emisí dluhopisů. Interpretačně nejasnou otázku představuje, jestli je tato investiční služba jejím poskytovatelem poskytovaná výlučně emitentovi, tedy zájemci o umístění jím vydaných investičních nástrojů, nebo se jedná o službu poskytovanou současně potenciálním nabyvatelům těchto investičních nástrojů.[154] Povaha činnosti poskytovatele při poskytování této investiční služby totiž nutně předpokládá současnou interakci jejího poskytovatele s oběma stranami transakce, tedy jak s emitentem, tak potenciálním investorem (upisovatelem investičního nástroje).[155]

První výklad této investiční služby tak představuje její širší pojetí, kdy tato služba, byť implicitně, zahrnuje celý proces umisťování investičních nástrojů, sestávající se ze dvou fází. První fázi představuje činnost poskytovaná emitentovi v podobě obstarání vydání a umístění investičních nástrojů. Druhou fázi této investiční služby pak představuje na první fázi navazující činnost obstarání nabytí investičního nástroje investorem, která materiálně představuje investiční službu přijímání a předávání pokynů týkající se investičních nástrojů.

Druhý výklad uvedené investiční služby pak vychází z užšího pojetí, které investiční službu *umisťování investičních nástrojů bez závazku jejich upsání* považuje za službu, kterou její poskytovatel poskytuje toliko emitentovi investičního nástroje. Činnosti poskytované

[152] Ibid., s. 72.
[153] HUSTÁK, Zdeněk a Aleš SMUTNÝ. *Investiční služby a nástroje po rekodifikaci*. 1. vyd. Praha: C.H. Beck, 2016, s. 88. ISBN 978-80-7400-533-6.
[154] HOBZA, Martin. *Investiční služby v právní teorii a praxi*. 1. vyd. Praha: Leges, 2017, s. 55–56. ISBN 978-80-7502-225-7.
[155] HOBZA, Martin. Korporátní dluhopisy: černé ovce kapitálového trhu? *Bulletin advokacie*. roč. 2021, č. 3, s. 23. ISSN 1210-6348.

poskytovatelem investorům jako nabyvatelům těchto investičních nástrojů pak představují investiční službu přijímání a předávání pokynů týkajících se těchto investičních nástrojů.[156]

Dle recitálu 10 preambule Nařízení o crowdfundingu se v souvislosti s uvedenými investičními službami má jednat o investiční crowdfunding v situaci, kdy provozovatel crowdfundingové platformy poskytuje své služby současně investorovi(ům) a vlastníkovi projektu při společném poskytování těchto dvou investičních služeb. Provozovatel crowdfundingové platformy tak bude poskytovat ve vztahu k převoditelným (investičním) cenným papírům nebo nástrojům přijatým pro účely skupinového financování investiční službu jejich umisťování bez pevného závazku převzetí toliko vlastníkovi projektu a upsání daného nástroje bude jako investiční službu přijímání a předávání pokynů poskytovat toliko investorům, přičemž právě kumulativní poskytování těchto dvou investičních služeb představuje klíčový aspekt investičního crowdfundingu ve smyslu čl. 2 odst. 1 písm. a) bod ii) Nařízení o crowdfundingu. Nařízení o crowdfundingu tak podporuje druhý výklad vycházející z užšího pojetí uvedených investičních služeb, kdy investiční služba *umisťování investičních nástrojů bez závazku jejich upsání* je poskytována emitentovi (vlastníkovi projektu) a investiční služba *přijímání a předávání pokynů* je poskytována investorům.[157]

Investiční služba přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů představuje základní investiční službu a nezbytný základ pro poskytování dalších investičních služeb. Výklad této investiční služby je v České republice široký a zahrnuje širokou paletu činností poskytovaných poskytovatelem této služby za účelem zprostředkování možnosti investora nabýt investiční nástroj.[158]

Obsahem této investiční služby je *„komunikace se zákazníkem ohledně poskytnutí investiční služby, případně obchodu či jiného úkonu týkajícího se investičního nástroje, získání specifikované instrukce (pokynu) od zákazníka o tom, jak má být ohledně investiční služby nebo investičního nástroje postupováno, a předání této instrukce k jejímu provedení.“*[159] Pokynem je pak třeba obecně rozumět jakékoliv strukturované sdělení zákazníka obsahující informace, na základě kterých je poskytovatel této investiční služby schopen naplnit vůli zákazníka a provést konkrétní

[156] HUSTÁK, Zdeněk a Aleš SMUTNÝ. *Investiční služby a nástroje po rekodifikaci*. 1. vyd. Praha: C.H. Beck, 2016, s. 56–57. ISBN 978-80-7400-533-6.
[157] HOBZA, Martin a Aneta VONDRÁČKOVÁ. The New Financial Crowdfunding Regulation and Its Implications for Investment Services under MiFID II. *Prague Law Working Papers Series* [online]. 2020, č. 2020/III/2, s. 14 [cit. 07.08.2022]. ISSN 2336-5811. Dostupné z: https://papers.ssrn.com/abstract=3725997
[158] HOBZA, Martin. Korporátní dluhopisy: černé ovce kapitálového trhu? *Bulletin advokacie*. roč. 2021, č. 3, s. 24. ISSN 1210-6348.
[159] HUSTÁK, Zdeněk et al. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu: komentář*. 1. vyd. Praha: C.H. Beck, 2012, s. 64. ISBN 978-80-7400-433-9.

kroky a činnosti spočívající v poskytnutí další investiční služby či služeb.[160] Základním definičním znakem pokynu jako stěžejní součásti této investiční služby je jeho návaznost na investiční nástroj, a to buďto v daný okamžik na investiční nástroj konkrétně určený, nebo na předem neurčený okruh investičních nástrojů, kdy daný pokyn bude v budoucnu sloužit pro provedení transakce s konkrétním investičním nástrojem.[161]

Za investiční službu přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů se dle § 4 odst. 4 ZPKT považuje i zprostředkování obchodů s investičními nástroji, které je definováno v § 2 odst. 1 písm. y) ZPKT. Zákonná fikce považující zprostředkování obchodů s investičními nástroji za tuto investiční službu byla do ZPKT vložena novelizací účinnou od 01.05.2022. Do oblasti regulované činnosti jako investiční služba přijímání a předávání pokynů se tak dostaly takové činnosti, které materiálně sice vykazovaly znaky investičního zprostředkování, avšak jejich poskytování nevyžadovalo jakékoliv povolení či registraci ze strany ČNB, což bylo záměrem novely.[162]

Jak již bylo uvedeno, službu investičního crowdfundingu ve smyslu Nařízení o crowdfundingu představuje párování nabídky a poptávky po poskytnutí financování podnikání prostřednictvím emise a úpisu převoditelných (investičních) cenných papírů a nástrojů přijatých pro účely skupinového financování. Toto párování je představováno činnostmi a službami poskytovanými crowdfundingovou platformou, resp. jejím provozovatelem, které ve vztahu k investorům naplní znaky investiční služby přijímání a předávání pokynů a ve vztahu k vlastníkům projektů investiční službu umisťování bez závazku jejich upsání.

U provozovaných internetových platforem zprostředkovávajících protnutí nabídky a poptávky po financování prostřednictvím investičních nástrojů je tak třeba vyhodnotit charakter a rozsah poskytovaných činností a míru zapojení provozovatele těchto platforem do obchodní transakce za účelem zhodnocení, jestli prostřednictvím dané platformy dochází k poskytování uvedených investičních služeb. Nařízení o crowdfundingu, které je ve vztahu k investičnímu crowdfundingu koncipováno jako výjimka z působnosti MiFID II[163], bohužel neobsahuje žádný výčet konkrétních

[160] Ibid.
[161] HOBZA, Martin. *Investiční služby v právní teorii a praxi*. 1. vyd. Praha: Leges, 2017, s. 67. ISBN 978-80-7502-225-7.
[162] Důvodová zpráva k zákonu č. 119/2020 Sb. *Psp.cz* [online]. 2020, s. 58 [cit. 22.10.2022]. Dostupné z: https://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?O=8&CT=398&CT1=0; k problematice výkladu a dopadů této nové právní fikce viz HOBZA, Martin. Zprostředkování obchodů s investičními nástroji po novu. *Obchodněprávní revue: odborný recenzovaný časopis pro obchodní právo a právo finančních trhů*. 2020, roč. 12, č. 2, s. 121–126. ISSN 1803-6554.
[163] A tedy i ZPKT, neboť na poskytovatele crowdfundingových služeb disponujícího oprávněním dle Nařízení o crowdfundingu se vztahuje výjimka z povolení k poskytování hlavních investičních služeb podle § 4b odst. 1 písm. n) ZPKT.

činností představujících ono párování zájmů investorů a vlastníků projektu. Stejně také neposkytuje stran míry a formy zapojení (provozovatele) platformy do celé transakce s investičními cennými papíry vodítka ke stanovení, zda vůbec a případně jakým způsobem zohledňovat tyto parametry pro vyhodnocení, jestli konkrétní model spadá či nespadá do působnosti Nařízení o crowdfundingu.

Na českém trhu jsou v posledních letech aktivní internetové platformy inzerující možnost nabytí korporátních dluhopisů. Jmenovat lze například platformu *Dluhopis.eu*[164], *Dluhopisy.cz*[165], *Českédluhopisy.cz*[166] a *Dluhopisomat*[167]. U těchto platforem je nutné ve vztahu k Nařízení o crowdfundingu posoudit, jestli jimi poskytovaná služba naplňuje znaky investičních služeb dle vymezení působnosti Nařízení o crowdfundingu. K této problematice vydala ČNB stanovisko se třemi vzorovými příklady modelů dluhopisových platforem, na kterých ilustruje, jaká činnost v rámci zvoleného modelu představuje investiční službu *umisťování investičních nástrojů*, *přijímání a předávání pokynů* nebo *investiční poradenství*.[168]

Dle uvedeného stanoviska ČNB činnost provozovatelů dluhopisových platforem nepředstavuje žádnou z hlavních investičních služeb dle ZPKT v případě, kdy funguje platforma toliko jako *inzertní médium* s informacemi o daných dluhopisech a jejich emitentech. Investiční službu přijímání a předávání pokynů pro potenciální investory, tedy zájemce o nabytí dluhopisů, provozovatel platformy neposkytuje tehdy, když v rámci inzerce dluhopisů toliko umožní předání kontaktu investorovi na konkrétního emitenta, a to například v podobě kontaktního formuláře. Provozovatel platformy by se tak měl omezit na prosté předání kontaktních informací. V této souvislosti by nemělo docházet k předání informací o konkrétním počtu dluhopisů, které investor má zájem nabýt, a předání této informace emitentovi, neboť daná činnost by naplňovala znaky investiční služby přijímání a předávání pokynů.

Přípustná a mimo regulaci dle ZPKT a v tomto ohledu i Nařízení o crowdfundingu stojící činnost spočívá v kombinaci inzertní a tzv. *tipařské činnosti*, v rámci které provozovatel platformy

[164] Dluhopis.eu. In: *Dluhopis.eu* [online] [cit. 22.10.2022]. Dostupné z: https://dluhopis.eu/
[165] Dluhopisy.cz | Váš nezávislý inzertní portál s dluhopisy. In: *Dluhopisy.cz* [online] [cit. 22.10.2022]. Dostupné z: https://dluhopisy.cz/
[166] Českédluhopisy.cz. In: *Ceskedluhopisy.cz* [online] [cit. 22.10.2022]. Dostupné z: https://ceskedluhopisy.cz/homepage/
[167] Dluhopisomat. In: *Dluhopisomat.cz* [online] [cit. 22.10.2022]. Dostupné z: https://dluhopisomat.cz/
[168] ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. Je provozování internetové platformy pro nabízení emisí dluhopisů poskytováním investičních služeb podle ZPKT? In: *Cnb.cz* [online]. 31. 5. 2019 [cit. 22.10.2022]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2019-14/; Na aktuálnosti stanoviska neubírá jeho vydání před vstupem Nařízení o crowdfundingu v platnost, neboť se vyjadřuje k investičním službám vymezujícím působnost Nařízení o crowdfundingu.

předává emitentovi kontaktní informace o potenciálním investorovi nabyté prostřednictvím inzerce dluhopisů na platformě.[169] Tipařská činnost poskytovaná provozovatelem platformy by spočívala toliko ve zjištění zájmu potenciálního investora o případné nabytí dluhopisů, tedy vyhledání a identifikace (vytipování) potenciálního investora a předání této informace společně s kontaktními údaji tohoto potenciálního investora. Tipařskou činnost lze vymezit jednak prvkem objektivním spočívajícím v pouhém zjištění případného zájmu potenciálního investora o nabytí dluhopisu a předání této informace emitentovi, jednak prvkem subjektivním negativně vymezeném jako nezapříčinění mentálního rozhodnutí potenciálního investora učinit dané investiční rozhodnutí, zde představovaného nabytím dluhopisů.

Pokud je způsob poskytování tipařské činnosti provozovatelem dluhopisové platformy způsobilý vyvolat v průměrném potenciálním investorovi učinění investičního rozhodnutí a uzavření smlouvy o úpisu konkrétního dluhopisu s emitentem, ve prospěch kterého je tato tipařská činnost provozovatelem platformy vykonávána, a to ať již přímým či nepřímým doporučením, jedná se materiálně o zprostředkovatelskou činnost spočívající ve zprostředkování uzavření smlouvy o úpisu dluhopisu. Jedná se tedy o zprostředkování obchodu s investičními nástroji, které se dle § 4 odst. 4 ZPKT považuje za poskytování investiční služby přijímání a předávání pokynů.[170]

Tuzemské dluhopisové platformy mnohdy poskytují také filtrační mechanismus, na základě něhož si potenciální investor může zvolit jím požadovaná kritéria. Tato kritéria mohou spočívat ve výši úrokové sazby a četnosti výplat úroků, splatnosti dluhopisu, jmenovité hodnotě, existenci a formě případného zajištění, možnosti předčasného splacení, oblasti podnikání emitenta nebo zhodnocení rizikovosti dluhopisu. Potenciální investor na základě takto provedeného filtrování jemu vyhovujících kritérií může dospět k závěru, že konkrétní dluhopis je vyhovující jeho potřebám. Následné umožnění kontaktování emitenta prostřednictvím kontaktního formuláře nebo jiným způsobem, např. i odkazem na webové stránky emitenta, probíhá po již učiněném investičním rozhodnutím na podkladě využití filtrovacích nástrojů dostupných na dluhopisové platformě. V tomto případě se provozovatel dluhopisové platformy stává součástí

[169] HOBZA, Martin. Korporátní dluhopisy: černé ovce kapitálového trhu? *Bulletin advokacie*. roč. 2021, č. 3, s. 26. ISSN 1210-6348.
[170] HOBZA, Martin. *Investiční služby v právní teorii a praxi*. 1. vyd. Praha: Leges, 2017, s. 70–71. ISBN 978-80-7502-225-7.

zprostředkovatelského procesu, umožní zprostředkování obchodu s dluhopisy a tím pádem poskytuje investiční službu přijímání a předávání pokynů.[171]

V tuzemské praxi lze vysledovat tendenci dluhopisových platforem prezentovat se veřejně vůči potenciálním investorům jako čistě informační a inzertní prostor cílící pouze a jen na zpřístupnění informací o dluhopisech a jejich emitentech. Na svých webových stránkách tyto dluhopisové platformy zveřejňují poměrně rozsáhlá prohlášení o tom, jaký je, resp. není charakter a povaha jimi poskytovaných činností a služeb. Výslovně upozorňují, že neposkytují žádnou z výše diskutovaných investičních služeb a ani žádnou jinou investiční službu dle ZPKT, že nezastávají žádnou z regulovaných rolí dle ZPKT, jako např. provozovatel mnohostranného nebo organizovaného obchodního systému, organizátor regulovaného či jiného trhu, že nejsou smluvní stranou případného smluvního vztahu mezi emitentem a investorem a že nijak neodpovídají za správnost nebo pravdivost zveřejněných informací o dluhopisech.

Dané platformy tedy nepovažují jimi poskytovanou činnost za činnost vyžadující oprávnění dle jakékoliv ustanovení ZPKT. Tato prohlášení a upozornění mohou potenciální investory nabádat k ostražitosti u nabývání dluhopisů coby investičních cenných papírů a zastávat tak ochrannou funkci. Byť se provozovatelé těchto platforem nepovažují za subjekty podléhající regulaci práva kapitálového trhu, což odůvodňuje zveřejnění těchto prohlášení a upozornění, materiálně může být však situace přinejmenším sporná a provozovatelé platforem jejich prostřednictvím mohou překračovat hranici čistě marketingové či tipařské činnosti.

V rámci snahy o zdůraznění činnosti provozovatele dluhopisové platformy spočívající toliko v umožnění předání kontaktních údajů na investora/umožnění kontaktování emitenta dluhopisů potenciálním investorem se lze setkat s praxí, při níž provozovatel dluhopisové platformy odkazuje na webové stránky emitenta za účelem uskutečnění nabídky nabytí dluhopisů. Dluhopisové platformy se při procesu kontaktování emitenta investorem a zadání kontaktních údajů o investorovi a počtu dluhopisů ke koupi snaží formálně zcela oddělit webové stránky dluhopisové platformy a webové stránky emitenta. Webová rozhraní, která mají dle přítomných upozornění být webovou stránkou samotných jednotlivých emitentů, se však svým rozvržením a grafikou podobou zpravidla zcela shodují.

Konkrétně dluhopisová platforma *Dluhopisomat.cz* umožňuje potenciálnímu investorovi *„objednat on-line“* dluhopis, přičemž zvolením dané možnosti v rozhraní platformy dochází

[171] HOBZA, Martin. Korporátní dluhopisy: černé ovce kapitálového trhu? *Bulletin advokacie*. roč. 2021, č. 3, s. 26. ISSN 1210-6348.

k přesměrování na webovou stránku, která je prezentována jako na platformě nezávislá, s upozorněním *„Odešli jste ze stránky dluhopisomat.cz na stránku emitenta, kde dokončíte objednávku“*.[172] O tom, že se v daném případě skutečně jedná o webovou stránku provozovanou emitentem, lze mít značné pochybnosti, a to zejména s ohledem na personální propojení mezi společností provozující dluhopisovou platformu *Dluhopisomat* a společností provozující onu „stránku emitenta“ určenou k dokončení objednávky dluhopisu.[173]

U dluhopisových platforem ve vztahu k investičnímu crowdfundingu dle Nařízení o crowdfundingu bude nutné vyhodnotit skutečnou povahu poskytovaných služeb a činností za účelem určení, jestli je prostřednictvím dané platformy propojována nabídka a poptávka po financování podnikání prostřednictvím emise a nabývání dluhopisů. Pokud bude odpověď kladná, bude se jednat o poskytování crowdfundingové služby dle Nařízení o crowdfundingu, v podobě poskytování investiční služby umisťování převoditelných (investičních) cenných papírů a přijímání a předávání pokynů týkajících se těchto nástrojů, tedy o investiční crowdfunding dle čl. 2 odst. 1 písm. a) bod ii. Nařízení o crowdfundingu. Obchodní model takovéto platformy bude spadat do působnosti Nařízení o crowdfundingu a její provozovatel bude povinen získat příslušné oprávnění.

2.3.4 Platformy investičního crowdfundingu

Na tuzemské scéně se vedle dluhopisových platforem popsaných výše vyskytují rovněž platformy, které svou činnost výslovně označují jako investiční crowdfunding. Jmenovat lze například platformu *Fundlift*[174], jejíž provozovatel prostřednictvím své dceřiné společnosti Roklen360 a.s.[175] poskytuje uživatelům platformy investiční služby jako obchodník s cennými papíry. Společnost Roklen360 a.s. disponuje mj. oprávněním poskytovat hlavní investiční služby přijímání a předávání pokynů dle § 4 odst. 2 písm. a) ZPKT i umísťování bez závazku upsání dle § 4 odst. 2 písm. i) ZPKT ve vztahu k investičním cenným papírům dle § 3 odst. 1 písm. a) ZPKT,

[172] CFG TECH A.S. Objednávka dluhopisů - Aplikace James. In: *Investor.jamesapp.cz* [online] [cit. 23.10.2022]. Dostupné z: https://investor.jamesapp.cz/?mediator=dluhopisomat&issueId=14

[173] Provozovatele dluhopisové platformy *Dluhopisomat,* Klub investorů a traderů s.r.o., IČO: 24161179 a provozovatele „stránky emitenta“ prostřednictvím *Aplikace James*, společnost CFG Tech a.s., IČO: 06504591, v minulosti zastupovala totožná fyzická osoba coby jediný jednatel, resp. člen správní rady, přičemž tato osoba je spolu s další osobou dle Evidence skutečných majitelů skutečným majitelem obou těchto společností.

[174] Fundlift. In: *Fundlift.cz* [online] [cit. 23.10.2022]. Dostupné z: https://www.fundlift.cz

[175] Roklen360 a.s., IČO: 60732075, se sídlem Václavské náměstí 838/9, Nové Město, 110 00 Praha 1, zapsaná v obchodním rejstříku vedeném Městským soudem v Praze pod sp. zn. B 20437.

tedy oprávněním poskytovat investiční služby vymezující působnost investičního crowdfundingu dle Nařízení o crowdfundingu.[176]

Platformu *Fundlift* tak lze chápat jako produkt již zaběhlé společnosti poskytující rozsáhlé služby na kapitálovém trhu, disponující potřebnými oprávněními ze strany ČNB. Oproti většině již zmíněných crowdfundingových platforem se v tomto ohledu odlišuje, neboť nevznikla jako start-upová platforma. Byť však platforma *Fundlift* poskytuje investiční služby na základě oprávnění udělených ČNB dceřiné společnosti jejího provozovatele, nezbavuje se tímto povinnosti získat licenci dle Nařízení o crowdfundingu, a to ani v případě, kdy by se přímým provozovatelem platformy *Fundlift* ve smyslu Nařízení o crowdfundingu stala společnost Roklen360 a.s.[177]

2.4 Negativní vymezení působnosti Nařízení o crowdfundingu

Po pozitivním vymezení působnosti Nařízení o crowdfundingu je třeba se zaměřit i na negativní vymezení působnosti, které je obsaženo v čl. 1 Nařízení o crowdfundingu.

2.4.1 Nadlimitní projekty

Nařízení o crowdfundingu v čl. 1 odst. 2 písm. c) vyjímá z důvodu překročení stanoveného objemu poskytnutého protiplnění ze své působnosti takové nabídky skupinového financování, které jinak splňující podmínky dle Nařízení o crowdfundingu a na které by úprava dle Nařízení o crowdfundingu jinak dopadala.

Prahová hodnota je stanovena částkou ve výši 5 mil. EUR. Nařízení o crowdfundingu se tak nevztahuje na nabídky skupinového financování s protiplněním vyšším než 5 mil. EUR za období 12 měsíců po sobě jdoucích ve vztahu ke konkrétnímu vlastníkovi projektu. Do uvedené částky se započítávají veškerá protiplnění získaná daným vlastníkem projektu prostřednictvím nabídek skupinového financování u úvěrového i investičního crowdfundingu a rovněž veškerá protiplnění, která tento vlastník projektu v rozhodném období získal prostřednictvím veřejné nabídky investičních (převoditelných) cenných papírů osvobozené od povinnost zveřejnit prospekt dle výjimky *de minimis* v čl. 1 odst. 2 Nařízení o prospektu. Jedná se o nabídky s celkovou hodnotou

[176] Povolené činnosti Roklen360 a.s. In: *Apl.cnb.cz* [online] [cit. 23.10.2022]. Dostupné z: https://apl.cnb.cz/apljerrsdad/JERRS.WEB14.POVOLENE_CINNOSTI?p_lang=cz&p_TYP_SUBJEKTU=P&p_SEQ_ID=3853&p_VER_ID=1015&p_SVR_SEQ_ID=5030&p_SVR_VER_ID=1006&p_ROL_KOD=6&p_DATUM=23.10.2022&p_CZE_ID=CZ

[177] Srov. recitál 35 preambule ve spojení s čl. 12 Nařízení o crowdfundingu nebo viz Otázka č. 12 ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Časté dotazy k nařízení o crowdfundingu* [online]. ČNB, 2022, s. 5 [cit. 07.09.2022]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/dohled-financni-trh/.galleries/legislativni_zakladna/obchodovani_s_OTC_derivaty/download/20230328_faq_k_narizeni_o_crowdfundingu.pdf

protiplnění nižší než 1mil. EUR za období 12 měsíců, případně dle čl. 3 odst. 2 Nařízení o prospektu nabídky s celkovou hodnotou protiplnění nepřesahující za období 12 měsíců částku 8 mil. EUR, využil-li daný členský stát EU zmocnění osvobodit tyto veřejné nabídky z povinnosti zveřejnit prospekt. Česká republika zmocnění dle čl. 3 odst. 2 Nařízení o prospektu nevyužila a uplatňuje tak limit 1mil. EUR plynoucí přímo z čl. 1 odst. 2 Nařízení o prospektu.

Do limitu objemu přijatých protiplnění se dle čl. 1 odst. 2 písm. c) Nařízení o crowdfundingu počítají souhrnně veškerá protiplnění přijatá z neomezeného počtu nabídek skupinového financování konkrétního vlastníka projektu zveřejněných na neomezeném počtu crowdfundingových platforem. Zahrnutí veřejných nabídek převoditelných (investičních) cenných papírů do prahového limitu nabídek skupinového financování vyjadřuje materiální povahu finančního crowdfundingu a zohledňuje další aktivity vlastníka projektu na kapitálovém trhu. Dané cílí na zvýšení ochrany investorů a rovněž zamezení vlastníkovi projektu shromáždit značné finanční částky za současného požití výhod plynoucích z režimu Nařízení o crowdfundingu a podlimitní emise dle Nařízení o prospektu, aniž by byl nucen podrobit se finanční regulaci dle MiFID II, resp. ZPKT nebo vyhotovit a uveřejnit prospekt dle Nařízení o prospektu.[178]

Prahový limit ve výši 5 mil. EUR byl přijat jako kompromisní řešení. Původní návrh Nařízení o crowdfundingu předpokládal limit ve výši 1 mil. EUR a následně byl v průběhu legislativního procesu přijetí Nařízení o crowdfundingu navrhován limit ve výši 8 mil. EUR, vždy za období 12 měsíců. Prahový limit 5 mil. EUR měl být stanoven s odůvodněním, že jej aplikuje většina členských států EU v rámci národních transpozic maximální dobrovolné výjimky pro vynětí veřejných nabídek z povinnosti zveřejnit prospekt dle čl. 1 odst. 2 písm. h) Směrnice o prospektu.[179] Tato skutečnost však platila pouze do okamžiku nabytí účinnosti Nařízení o prospektu umožňující členským státům EU tento limit zvýšit až na 8mil. EUR, čehož řada států využila.[180]

Za účelem předejití regulatorní arbitráže byla v čl. 49 Nařízení o crowdfundingu stanovena 24měsíční přechodná lhůta, tj. lhůta do 10.11.2023, vztahující se na ty nabídky skupinového

[178] HOBZA, Martin a Aneta VONDRÁČKOVÁ. The New Financial Crowdfunding Regulation and Its Implications for Investment Services under MiFID II. *Prague Law Working Papers Series* [online]. 2020, č. 2020/III/2, s. 9 [cit. 07.08.2022]. ISSN 2336-5811. Dostupné z: https://papers.ssrn.com/abstract=3725997

[179] MACCHIAVELLO, Eugenia. The European Crowdfunding Service Providers Regulation: The Future of Marketplace Lending and Investing in Europe and the 'Crowdfunding Nature' Dilemma. *European Business Law Review* [online]. 2021, roč. 32, č. 3, s. 569 [cit. 04.09.2022]. ISSN 0959-6941. Dostupné z: https://kluwerlawonline.com/JournalArticle/European+Business+Law+Review/32.3/EULR2021020

[180] EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY. *National thresholds below which the obligation to publish a prospectus does not apply.* [online]. ESMA, 2023 [cit. 09.07.2023]. Dostupné z: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma31-62-1193_prospectus_thresholds.pdf

financování v členských státech, které uplatňují výjimku *de minimis* pro uveřejnění prospektu dle Nařízení o prospektu nižší než 5 mil. EUR. V těchto státech se Nařízení o crowdfundingu použije pouze na nabídky skupinového financování s celkovým protiplněním uvedené prahové hodnoty. Toto ustanovení je tak relevantní mj. pro Českou republiku, která uplatňuje limit 1 mil. EUR. Dle recitálu 17 preambule Nařízení o crowdfundingu toto přechodné období má umožnit těmto členským státům vynaložit *„zvláštní úsilí“* k provedení *„úpravy jejich vnitrostátních právních předpisů a zajištění uplatňování jednotné prahové hodnoty podle tohoto [N]ařízení [o crowdfundingu]“*.

Nařízení o crowdfundingu tedy předpokládá, že členské státy uplatňující pro povinnost zveřejnit prospekt nižší prahovou hodnotu než 5 mil. EUR za období 12 měsíců upraví svou národní úpravu tak, aby nedocházelo konkurencí Nařízení o prospektu a Nařízení o crowdfundingu k regulatorní arbitráži. Nabízí se totiž, že povinnost zveřejnit prospekt při veřejné nabídce převoditelných (investičních) cenných papírů bude dle čl. 1 odst. 4 písm. k Nařízení o prospektu, vyjímajícího z povinnosti uveřejnit prospekt u veřejných nabídek učiněných prostřednictvím poskytovatele crowdfundingových služeb dle Nařízení o crowdfundingu, s ohledem na vyšší prahový limit dle Nařízení o crowdfundingu, tímto obcházena. Vzhledem k posunutí přechodného období dle čl. 48 odst. 1 Nařízení o crowdfundingu o 1 rok do 10.11.2023 se zkrátilo rovněž časové období, ve kterém budou poskytovatelé crowdfundingových služeb dle Nařízení o crowdfundingu limitováni prahovým limitem ve výši 1 mil. EUR.

U crowdfundingových nabídek s protiplněním vyšším než 5 mil. EUR za období 12 měsíců se tak nabízí otázka, jaké budou podléhat právní úpravě. Neexistující právní úprava na národní úrovni v ČR odůvodňuje závěr, že při přesáhnutí limitu nebude činnost úvěrového crowdfundingu regulována jakoukoliv specifickou úpravou crowdfundingu, ostatně jako tomu bylo doposud. U „nadlimitních“ nabídek v rámci investičního crowdfundingu bude aplikován právní rámec předpisů EU a na něj navazující národní právní úpravy. Bude se tedy jednat o ZPKT, Nařízení o prospektu a MiFID II, přičemž poskytovatel crowdfundingových služeb by tak musel disponovat oprávněním k poskytování investičních služeb dle ZPKT.

2.4.2 Spotřebitel jako vlastník projektu

Jak vyplývá ze samotného názvu Nařízení o crowdfundingu, jeho působnost se vztahuje toliko na „financování pro podniky“. Dle čl. 1 odst. 2 písm. a) Nařízení o crowdfundingu je z jeho působnosti vyňato poskytování crowdfundingových služeb vlastníkům projektů, kteří jsou spotřebiteli ve smyslu čl. 3 písm. a) směrnice CCD. Dle uvedené směrnice se spotřebitelem rozumí

„fyzická osoba, která při operacích, na něž se vztahuje tato směrnice, jedná za účelem nesouvisejícím s její živností, podnikáním nebo povoláním“.[181] Nařízení o crowdfundingu tak ze své působnosti vyjímá úvěrový crowdfunding, v rámci kterého dochází k poskytnutí úvěrů spotřebitelům, a to právě s odůvodněním, že Nařízení o crowdfundingu usiluje o podporu přeshraničního financování podniků.[182]

Mezi další důvody vynětí spotřebitelů coby vlastníků projektů z působnosti Nařízení o crowdfundingu má patřit skutečnost, že v rámci financování spotřebitelů se zpravidla nejedná o transakce s přeshraničním prvkem a současně se má většinou jednat o nízké objemy spotřebitelům poskytovaných finančních prostředků.[183] Současně má v rámci práva EU být tato oblast upravena ve směrnici CCD, případně, jedná-li se o hypoteční úvěr, směrnici MCD[184], resp. v národních transpozicích těchto směrnic. V kontextu České republiky se jedná o ZSÚ.

Uvedená zdůvodnění k vyloučení vlastníků projektů-spotřebitelů z působnosti Nařízení o crowdfundingu se však jeví značně nepřesvědčivá. Objemy peněžních prostředků poskytnutých v rámci úvěrového crowdfundingu spotřebitelům nelze v porovnání s objemy poskytnutými podnikatelům považovat za zanedbatelné, navíc objemy přeshraničních toků peněžních prostředků byly vyšší právě u úvěrového crowdfundingu poskytovaného spotřebitelům. Aktuální studie navíc ukazují, že z hlediska celkového objemu trhu v rámci EU je přibližně 84 % veškerého spotřebitelského úvěrového crowdfundingu s přeshraničním prvkem. Současně skutečnost, že se u jednotlivých úvěrů poskytovaných spotřebitelům v rámci úvěrového crowdfundingu jedná o řádově nižší částky než v případě úvěrů poskytovaných podnikatelům, nijak logicky neodůvodňuje vynětí spotřebitelského úvěrového crowdfundingu z působnosti Nařízení o crowdfundingu, když celkový objem financování a rovněž přeshraniční tok peněžních prostředků poskytnutých spotřebitelům je vyšší než podnikatelům.[185]

[181] Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2008/48/ES ze dne 23. dubna 2008 o smlouvách o spotřebitelském úvěru a o zrušení směrnice Rady 87/102/EHS.
[182] Recitál 8 preambule Nařízení o crowdfundingu.
[183] EVROPSKÁ KOMISE. *IMPACT ASSESSMENT Accompanying the document Proposal for a REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business and Proposal for a DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL amending Directive 2014/65/EU on markets in financial instruments* [online]. Brusel, 2018, s. 32 [cit. 06.11.2022]. Dostupné z: https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/180308-proposal-crowdfunding-impact-assessment_en.pdf
[184] Ibid., s. 112–113.
[185] Resp. přinejmenším byl v období vzniku návrhu Nařízení o crowdfundingu viz EBERS, Martin a Benedikt QUARCH M. EU Consumer Law and the Boundaries of the Crowdfunding Regulation. In: ORTOLANI, Pietro a Marije LOUISSE, eds. *The crowdfunding regulation*. New York: Oxford University Press, 2021, s. 89–90. ISBN 978-0-19-285639-5.

Právní regulací dopadající na obchodní modely crowdfundingu, kdy příjemcem peněžních prostředků je spotřebitel, se věnuje kapitola 3.3 této práce.

3 Právní regulace modelů nespadajících do působnosti Nařízení o crowdfundingu

3.1 Centralizovaný model úvěrového crowdfundingu – participační model

Jak již bylo uvedeno v podkapitole 2.2.5, v rámci participačního modelu prostřednictvím platformy nevzniká přímý vztah mezi investorem a vlastníkem projektu. V okamžiku zveřejnění projektu investorům na platformě již byl úvěr financované osobě poskytnut. Zveřejnění projektu na platformě tak neslouží k získání peněžních prostředků na financování zveřejněného projektu, ale k „doplnění" finančních prostředků na straně poskytovatele úvěru.

Investoři investující své peněžní prostředky prostřednictvím platforem s tímto klasickým participačním modelem získávají právo na obdržení výnosu z úvěru, kterým byl financován jimi vybraný konkrétní projekt. Právo na výnos získávají v podobě *participace na úvěru*, za jejíž nabytí poskytnou úplatu ve výši své investice. Výnos investorů je tak podmíněn splácením úvěru již dříve poskytnutého dlužníkovi, na způsob použití peněžních prostředků poskytnutých investory za nabytí participace však investoři nemají vliv. Neexistuje tedy přímá vazba mezi způsobem použití investory poskytnutých peněžních prostředků a získáním práva na obdržení výnosů pro investory.

Investování prostřednictvím platformy s klasickým participačním modelem nespadá do působnosti Nařízení o crowdfundingu, jak bylo již řečeno dříve v této práci. Zůstává však k zodpovězení otázka, jestli na takto nastavený obchodní model nebude dopadat již existující sektorová právní regulace. V úvahu připadá zejména regulace kolektivního investování podle ZISIF a dále regulace podnikání na kapitálových trzích podle ZPKT.

3.1.1 Zákon o investičních společnostech a investičních fondech

U crowdfundingových platforem s klasickým participačním modelem ve vztahu k právní úpravě kolektivního investování vyvstává otázka, jestli obchodní model a činnost platformy nenaplní znaky tzv. pokoutného fondu kolektivního investování podle § 98 ZISIF. Tato otázka na české crowdfundingové scéně nabyla na aktuálnosti, neboť ČNB udělila platformě *Investown* pokutu 1 mil. Kč za porušení zákazu stanoveného v § 98 odst. 1 ZISIF.[186]

Ustanovení § 98 odst. 1 ZISIF zakazuje *„shromažďovat, jakož i pokusit se shromažďovat, peněžní prostředky nebo penězi ocenitelné věci od veřejnosti za účelem jejich společného*

[186] Rozhodnutí České národní banky ze dne 05.10.2022, č. j. 2022/102483/570, sp. zn. Sp/2021/246/573, které bylo potvrzeno rozhodnutím bankovní rady České národní banky o rozkladu ze dne 26.01.2023, č. j. 2023/12331/CNB/110, sp. zn. Sp/2021/246/573.

investování nebo investování takto nabytých peněžních prostředků nebo penězi ocenitelných věcí, má-li být návratnost investice nebo zisk investora byť jen částečně závislý na hodnotě nebo výnosu majetku, do kterého byly peněžní prostředky nebo penězi ocenitelné věci investovány, jinak než za podmínek, které stanoví nebo připouští tento zákon." Pokud crowdfundingová platforma s participačním modelem naplní všechny znaky pokoutného fondu kolektivního investování, dopustí se přestupku dle § 614 odst. 1 písm. c) ZISIF.

Znaky pokoutného fondu kolektivního investování jsou, když jinak než za podmínek stanovených nebo připuštěných v ZISIF dochází k:

1. shromažďování peněžních prostředků (nebo penězi ocenitelných věcí) od veřejnosti, jakož i k pokusu o shromáždění;
2. za účelem jejich společného investování nebo společného investování takto nabytých peněžních prostředků (nebo penězi ocenitelných věcí);
3. při vzniku i jen částečné závislosti návratnosti investice nebo zisku investora na hodnotě nebo výnosu majetku, do kterého byly peněžní prostředky (nebo penězi ocenitelné věci) investovány.

Současně obchodní model nesmí spadat pod činnosti dle § 2 písm. a) ZISIF, neboť dané ustanovení představuje výjimku z působnosti ZISIF a o provozování pokoutného fondu by se ani za naplnění znaků dle § 98 odst. 1 ZISIF nejednalo.

Jakým způsobem nahlíží ČNB na různé obchodní modely podnikání stran naplnění znaků provozování pokoutného fondu kolektivního investování vyplývá z vydaného stanoviska ČNB o této problematice.[187] Jednotlivé znaky pokoutných fondů kolektivního investování dle uvedeného stanoviska ČNB ve vztahu ke crowdfundingovým platformám a konkrétně pak k platformám s obchodním modelem klasických participací budou představeny v následující pasáži, a to při zohlednění názorů ČNB vyjádřených v přestupkovém řízení vedeném proti platformě *Investown.*

Tehdejší obchodní model platformy *Investown* spočíval v nabízení nabytí participace investorům na již poskytnutých úvěrech s několika drobnými, avšak stěžejními modifikacemi. Platforma *Investown* v rozhodném období umožňovala investorům investovat do nemovitých věcí, a to prostřednictvím participací na úvěrech, které platforma poskytovala své dceřiné společnosti.

[187] ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. Pokoutné fondy kolektivního investování (§ 98 ZISIF). In: *Cnb.cz* [online]. 30. 6. 2022 [cit. 21.05.2023]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2022-06/

Provozovatel platformy nejdříve poskytl své dceřiné společnosti účelový úvěr na financování koupě, případnou rekonstrukci a pokrytí akvizičních nákladů spojených s koupí konkrétní bytové jednotky. Úvěrovaný se zavázal byt pronajmout třetí osobě a činit vše potřebné k tomu, aby maximalizoval měsíční výnos z daného bytu v podobě uhrazeného nájemného osobou užívající byt. Nájemné, které úvěrovanému jako pronajímateli hradí měsíčně nájemce užívající daný byt, byl úvěrovaný povinen (po případném odečtení příspěvku na správu bytu) jako tzv. úrok z výnosu vyplácet provozovateli platformy *Investown* jako své mateřské společnosti a úvěrujícímu.[188] Měsíční splátky úroků z výnosu tak byly závislé na výši uhrazeného měsíčního nájemného nájemcem pronajímateli.

Následně byl na platformě *Investown* zveřejněn projekt vztahující se ke konkrétnímu pronajímanému bytu s tím, že investoři mohli nabýt participaci na již poskytnutém účelovém úvěru, prostřednictvím kterého pronajímatel byt pořídil.[189] Měsíční zisk investora participujícího na daném úvěru byl závislý na výši uhrazeného úroku z výnosu, který v daném měsíci zaplatil úvěrující, a to v návaznosti na (ne)zaplacené nájemné v daném měsíci nájemcem. Zisk investorů tak byl závislý na snižování či zvyšování nájemného dle situace na trhu. Investoři byli rovněž vystaveni riziku, že pokud nájemné daný měsíc není uhrazeno, úvěrovanému nevzniká povinnosti uhradit úrok z výnosu a zisk investorů v daném měsíci může být i nulový. To platí nejen pro situaci, kdy nájemce byt užívá a nájemné neuhradí, ale rovněž pro situaci situace, kdy byt po přechodnou dobu neužívá žádný nájemce.[190]

Následující pasáž se věnuje naplnění jednotlivých znaků pokoutného fondu kolektivního investování pro crowdfundingovou platformu provozující obchodních model klasických participací.

3.1.1.1 Shromažďování prostředků od veřejnosti

Zveřejňování jednotlivých projektů na crowdfundingové platformě za účelem umožnění investování peněžních prostředků široké veřejnosti v obecném slova smyslu je jedním z pojmových znaků finančního crowdfundingu.

Vymezení pojmu „veřejnost“ skrze vymezení „veřejného“ nabízení investic je obsaženo v § 295a odst. 2 ZISIF. Za veřejnost se považuje okruh osob, který přesahuje co do počtu 20 osob, mezi které se nezapočítávají tzv. kvalifikovaní investoři. Za kvalifikované investory se považují

[188] Rozhodnutí České národní banky ze dne 05.10.2022, č. j. 2022/102483/570, sp. zn. Sp/2021/246/573, bod 34.
[189] Ibid., bod 29.
[190] Ibid., bod 38.

osoby podle § 272 ZISIF. Pojem „veřejnost“ tak v sobě obsahuje jak kvantitativní kritérium spočívající v alespoň 21 a více osobách, tak kvalitativní kritérium spočívající v „nekvalifikovanosti“ těchto investorů.[191]

U crowdfundingových platforem, které prostřednictvím internetu nabízejí možnosti investování do zveřejněných projektů prakticky komukoliv, lze uzavřít, že kritérium veřejnosti je bezpochyby splněno. Platformy jsou na internetu veřejně přístupné všem, kritériem k založení uživatelského účtu na platformě pro investory bývá zpravidla pouze plná svéprávnost, existence bankovního účtu a doložení osobních dokladů za účelem identifikace. Jedná se tak o neadresnou nabídku, tedy nabídku určenou předem neomezenému okruhu adresátů, které s provozovatelem platformy nemají žádnou vazbu.[192]

Z hlediska shromáždění peněžních prostředků od investorů do správy platformy není podstatný právní titul, na základě kterého byly prostředky převedeny, stejně jako není podstatná ani právní forma, která je k tomuto shromáždění použita. Peněžní prostředky mohou být shromažďovány na základě smluv o úvěru/zápůjčce, vydáváním dluhopisů nebo účastí v obchodní korporaci.[193] Obecně tak lze využít různé právní tituly ke shromáždění prostředků, například vklady do základního kapitálu investory-společníky, tichého společenství, různých dohod o podílu na zisku, vydáváním akcií nebo kmenových listů a úvěrových nástrojů. Podstatná je existence záměru provozovatele platformy použít prostředky za účelem *společného investování*.[194] U klasického participačního crowdfundingu, kdy dochází k převodu peněžních prostředků od investora směrem k platformě jako úplaty za nabytí participace na konkrétním, platformou již poskytnutém úvěru, je prvek shromažďování prostředků od veřejnosti dle § 98 odst. 1 ZISIF naplněn.

3.1.1.2 Společné investování

Aby se jednalo o provozování pokoutného fondu kolektivního investování, musí u peněžních prostředků nashromážděných od investorů docházet k jejich společnému investování. Pro

[191] ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. Pokoutné fondy kolektivního investování (§ 98 ZISIF). In: *Cnb.cz* [online]. 30. 6. 2022, odst. 9 [cit. 21.05.2023]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2022-06/

[192] ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. Pojem „veřejnost‘‘ v předpisech na finančním trhu. In: *Cnb.cz* [online]. 24. 8. 2018 [cit. 26.05.2023]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2018-05/

[193] Rozhodnutí bankovní rady České národní banky o rozkladu ze dne 26.01.2023, č. j. 2023/12331/CNB/110, sp. zn. Sp/2021/246/573, bod 52.

[194] ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. Pokoutné fondy kolektivního investování (§ 98 ZISIF). In: *Cnb.cz* [online]. 30. 6. 2022 [cit. 21.05.2023]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2022-06/

posouzení naplnění tohoto znaku je podstatná míra účasti investora na *„každodenních záležitostech týkajících se fondu a jeho činnosti.“*[195]

O společné investování peněžních prostředků shromážděných od investorů se jedná v případě, kdy jednotliví investoři nemají zásadní vliv na každodenní záležitosti a v jejich prospěch dochází ke správě majetku pod stejnou investiční strategií, důsledkem čehož investoři nesou sdružený výnos a sdružené riziko.[196]

Sdruženým výnosem se rozumí výnos *„generovaný sdruženým rizikem vyplývající z pořízení, držby nebo prodeje investičních aktiv – včetně činností, jejichž cílem je optimalizace nebo zvýšení hodnoty těchto aktiv – bez ohledu na to, zda jsou pro investory generovány různé výnosy, například na základě politiky dividend.“*[197] Právě shromažďování prostředků za účelem dosažení sdruženého výnosu pro investory, od kterých byly prostředky shromážděny, je základním prvkem fondu.[198]

Společné investování prostředků shromážděných od investorů musí probíhat na základě určité strategie. Nutnost existence takové strategie je dovozována z § 15 odst. 1 ZISIF, neboť § 98 odst. 1 tuto podmínku nestanovuje.[199] Současně *společné investování* jako pojmový znak pokoutného fondu kolektivního investování se překrývá s pojmovým znakem správy majetku srovnatelné s obhospodařováním dle § 15 ZISIF a lze tak vyjít z odborné literatury týkající se § 15 ZISIF.[200]

Určenou strategií společného investování dle § 98 odst. 1, resp. § 15 odst. 1 ZISIF se přitom nerozumí investiční strategie dle § 93 odst. 3 ZISIF. U určené strategie postačí, aby byla vymezena obecněji a rozumí se jí *„způsob, jakým má správa majetku probíhat, jakým má být určených cílů dosaženo“*.[201]

Při správě majetku dle předem určené strategie zpravidla existuje podíl vlastního uvážení správce shromážděných prostředků ohledně toho, do jakého majetku budou investovány za účelem dosažení zisku. Míra vlastního uvážení správce se snižuje v situaci, kdy správce předkládá svým klientům možnou nabídku toho, kam budou jejich peněžní prostředky, společně s dalšími investory, kteří zvolili tutéž možnost investice z nabídky správce, investovány. Podle stanoviska

[195] Ibid., odst. 11.
[196] Ibid., odst. 12.
[197] EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY. *Obecné pokyny ke klíčovým pojmům směrnice o správcích alternativních investičních fondů* [online]. ESMA, 2013, s. 3. Dostupné z: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma_2013_00600000_cs_tra.pdf
[198] Ibid., s. 6.
[199] Rozhodnutí bankovní rady České národní banky o rozkladu ze dne 26.01.2023, č. j. 2023/12331/CNB/110, sp. zn. Sp/2021/246/573, bod 53.
[200] ŠOVAR, Jan et al. *Zákon o investičních společnostech a investičních fondech: komentář*. 1. vyd. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2015, s. 331. ISBN 978-80-7478-783-6.
[201] Ibid., s. 58.

ČNB však toto omezení míry vlastního uvážení správce na úkor diskrece investorů, kteří si vybírají konkrétní aktiva (projekty), do kterých budou shromážděné prostředky investovány, nemá za následek nenaplnění znaku pokoutného fondu kolektivního investování spočívajícím ve *společném investování.* Tento znak má tak být naplněn i v této situaci.[202]

K uvedenému názoru ČNB mám v obecné rovině výhrady. Uvedený závěr v předmětném stanovisku ČNB není jednak jakkoliv odůvodněn či vyargumentován. Jedná se tak o prosté autoritativní vyřčení toho, že „něco platí". Dále, o určenou strategii by se nemělo jednat v situaci, kdy je vyjádřena *„do té míry volně (např. má spočívat v nabývání majetkových účastí na právnických osobách a jejich následný prodej se ziskem), že investor si ponechává vliv nad konkrétním investičním rozhodnutím v tom směru, že schvaluje podmínky, za nichž se daná investice uskuteční a následně pro její patřičné okolnosti vytváří [podmínky]. Typicky tím, že musí pro realizaci dané investice poskytnout peněžní prostředky."*[203]

Dle mého názoru nelze bez dalšího spatřovat existenci určené strategie a naplnění znaku pokoutného fondu kolektivního investování v případě, kdy si jednotliví investoři vybírají z řady projektů zveřejněných na platformě a až za situace, pokud se shromáždí k financování konkrétního projektu dostatečná výše peněžních prostředků, je provedena investice peněžními prostředky shromážděnými k tomuto účelu od dané skupiny investorů. Provozovatel sice na své platformě může dát k dispozici na výběr omezený počet projektů, které se budou financovat (až) v situaci, pokud investoři společně poskytnou dostatečné množství požadovaných peněžních prostředků. Tímto provozovatel ovlivňuje dle svého uvážení volbu potenciálního majetku určeného k investování. Jedná se však pouze o potenciální budoucí možnost toho, kam se shromážděné peněžní prostředky budou investovat, jejíž realizace je závislá na investorech a jejich vyjádření zájmu o daný projekt.

Pokud se tak konkrétní projekt z nabídky nestane pro investory dostatečně atraktivní, aby byla v rozhodné době shromážděna celková požadovaná částka, daná investice do takového projektu se jednoduše neuskuteční. Těm investorům, kteří v průběhu zveřejnění takového projektu již poskytli provozovateli platformy peněžní prostředky, budou prostředky vráceny a budou si moct vybrat

[202] ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. Pokoutné fondy kolektivního investování (§ 98 ZISIF). In: *Cnb.cz* [online]. 30. 6. 2022, odst. 15 [cit. 21.05.2023]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2022-06/

[203] ŠOVAR, Jan et al. *Zákon o investičních společnostech a investičních fondech: komentář*. 1. vyd. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2015, s. 58. ISBN 978-80-7478-783-6.

projekt jiný. Zájem/nezájem investorů bezprostředně ovlivňuje financování/nefinancování projektu a uskutečnění dané investice.

Takto popsaná situace odpovídá obchodnímu modelu s podmíněnými participacemi a modelům, ve kterém investoři poskytují peněžní prostředky ve formě úvěru vlastníkovi projektu. Tedy by se jednalo o decentralizované obchodní modely a jejich představené modifikace, neboť v těchto obchodních modelech je poskytnutí finančních prostředků vlastníkovi projektu prostřednictvím platformy podmíněno úspěšnou crowdfundingovou kampaní, tedy úspěšným shromážděním požadovaných prostředků v průběhu zveřejnění projektu na platformě.

V případě obchodního modelu klasických participací se na platformě zveřejňují k investicím (participacím) projekty, které již byly prostřednictvím úvěru poskytnutého ze strany provozovatele platformy (nebo případně třetí osoby v roli poskytovatele úvěru) zafinancovány. Zveřejnění těchto projektů v nabídce platformy k umožnění nabytí participace na poskytnutých úvěrech má z mého pohledu odlišný charakter oproti obchodnímu modelu, kdy projekt teprve čeká na financování. Investoři totiž v tomto případě neovlivní, jestli se projekt bude financovat. Investoři ovlivní toliko míru, do jaké provozovatel platformy jakožto poskytovatel projektu získá nazpět peněžní prostředky použité k poskytnutí (jistiny) úvěru dlužníkovi. Takto získané peněžní prostředky od investorů může provozovatel platformy následně použít k dalším účelům, typicky i k poskytnutí nového úvěru dalšímu dlužníkovi. Právě způsob, jakým provozovatel platformy naloží se získanými peněžními prostředky od investorů, je pro posouzení znaku *společného investování* také podstatný, přičemž se musí jednat o nakládání s prostředky dle předem určené strategie.

U platformy *Investown* bylo dle názoru ČNB určenou strategií společného investování jednoduše *„investovat do nemovitostí a tyto nemovitosti pronajímat a z toho profitovat“*.[204] Provozovatel platformy tedy v rámci takto určené strategie *„nakupoval a pronajímal nemovitosti a ty generovaly zisk z nájmu“*.[205] Dostačující tak podle ČNB pro posouzení, že peněžní prostředky byly platformou od investoru shromažďovány a spravovány podle předem určené strategie, bylo určení, že *„peněžní prostředky budou použity na pořízení nemovitosti za účelem jejího pronájmu.“*[206]

Pro posouzení, jestli ke shromažďování peněžních prostředků od veřejnosti dochází za účelem jejich společného investování, není dle ČNB podstatné, jestli *„byl úvěr, ke kterému se participace*

[204] Rozhodnutí České národní banky ze dne 05.10.2022, č. j. 2022/102483/570, sp. zn. Sp/2021/246/573, bod 68.
[205] Ibid., bod 74.
[206] Rozhodnutí bankovní rady České národní banky o rozkladu ze dne 26.01.2023, č. j. 2023/12331/CNB/110, sp. zn. Sp/2021/246/573, bod 53.

vztahovala, již poskytnut. Účastník řízení tuto participaci nabízel, aby od veřejnosti získal peněžní prostředky na poskytnutí dalších úvěrů do nemovitosti."[207] Současně byla nabídka projektů/úvěrů, na kterých investor může participovat, vytvořena ze strany provozovatele platformy *Investown*, který tak fakticky rozhodoval, do jakých aktiv budou takto shromážděné prostředky investovány. Investor tedy nemohl již *„poskytnutí úvěru jakkoliv ovlivnit, když mu pouze bylo umožněno připojit se k již provedené investici"*.[208]

Dle závěrů ČNB vyjádřených při posouzení naplnění znaků pokoutného fondu kolektivního investování v přestupkovém řízení vedeném proti platformě *Investown* není ani podstatné, že peněžní prostředky shromážděné od investorů ve formě úplat za nabytí participace na konkrétním zveřejněném projektu/úvěru nebyly použity k poskytnutí financování vlastníka toho projektu, ke kterému se nabytá participace vztahuje. *„Subjekty kolektivního investování mohou v první fázi financovat majetek, do kterého budou investoři následně investovat, prostřednictvím úvěru nebo i z jinak získaných finančních zdrojů. Investice investora do určitého majetku neznamená, že si investiční fondy a investiční společnosti pořizují svůj majetek teprve v okamžiku, kdy investoři nakoupí podílové listy nebo akcie. Skutečnost, že účastník řízení nejprve prostřednictvím dceřiné společnosti […] získal vybrané nemovitosti a ty následně nabídl investorům k investování a sám podle investiční strategie rozhodl, jak naloží s peněžními prostředky investorů, znamená, že činnost účastníka řízení naplnila znaky pokoutného fondu.*[209]

Platforma *Investown* tak shromažďovala od investorů peněžní prostředky pod poměrně přímočarou strategií soustavného investování do nájemních bytů, přičemž komplikovanost způsobu investování spočívala zejména v zapojení dceřiné společnosti coby osoby úvěrované a současně vlastníka pořizovaných bytů. Tato dvoustupňovost současně nijak nebrání aplikaci § 98 odst. 1 ZISIF, který zahrnuje nejen samotné společné investování shromážděných peněžních prostředků od veřejnosti, ale rovněž investování takto nabytých peněžních prostředků.

Platforma *Investown* s každým dalším zveřejněným projektem na platformě získala peněžní prostředky k zakoupení další bytové jednotky a rozšíření svého portfolia spravovaných nemovitých věcí. ČNB ve vztahu k naplnění znaků pokoutného fondu dovodila, že nezáleží na tom, že si jednotliví investoři mohli ze zveřejněné nabídky vybrat, do jakého bytu/projektu prostřednictvím nabytí participací investují (byť peněžní prostředky získané od investorů za nabytí

[207] Ibid., bod 51.
[208] Rozhodnutí bankovní rady České národní banky o rozkladu ze dne 26.01.2023, č. j. 2023/12331/CNB/110, sp.zn. Sp/2021/246/573, bod 68.
[209] Rozhodnutí České národní banky ze dne 05.10.2022, č. j. 2022/102483/570, sp. zn. Sp/2021/246/573, bod 57.

participací sloužily k pořízení následující bytové jednotky, což souvisí s naplněním následujícího znaku pokoutného fondu spočívajícího v závislosti návratnosti investice nebo zisku na majetku, do kterého se peněžní prostředky investovaly). Rozhodující byla právě skutečnost, že platforma *Investown* nabízela investorům k participacím pouze bytové projekty, nad jejichž správou měla plnou kontrolu.

Společné investování ze strany platformy *Investown* tedy spočívalo v tom, že *„participace na jednom úvěru se účastnilo více investorů a že na poskytnutí úvěrů byly použity peněžní prostředky shromážděné od více investorů“*[210], přičemž peněžní prostředky takto získané od investorů byly využity dle určené strategie k pořizování dalších bytových jednotek určených k pronájmu.

V obecném klasickém participačním crowdfundingovém modelu, v němž platforma poskytuje peněžní prostředky na základě úvěrových smluv třetím osobám na různé podnikatelské projekty, však vyvstává otázka, jestli i zde dochází ke *společnému investování* na základě předem určené strategie. Řada crowdfundingových platforem se při poskytování financování zaměřuje na konkrétní podnikatelská odvětví. Často se jedná o nemovitostní developerské projekty, jejichž financování platforma obstarává. Tyto platformy se tak mohou prezentovat tím, že poskytují úvěry (zejména) pro developerské nemovitostní projekty, které jsou zajištěné zástavním právem na nemovitých věcech. Strategií platformy tak bude poskytování účelových „zajištěných“ úvěrů určených k financování projektů z konkrétního podnikatelského odvětví, typicky z oblasti nemovitostního developmentu. Platformy však rovněž nemusí omezovat konkrétní podnikatelská odvětví, na financování kterých se zaměřují. Činnost takových platforem pak bude směřovat toliko na „financování podnikatelských záměrů“, a tedy poskytování úvěrů subjektům z rozličných odvětví.

Pokud bude platforma v obou případech (tedy při zaměření se na konkrétní podnikatelské odvětví i při financování projektů z širokého spektra odvětví) k poskytnutí (jistiny) úvěru na financování „podnikatelského záměru“ sice formálně využívat vlastní peněžní prostředky, které však materiálně (přinejmenším z podstatné míry) získala z prodeje participací investorům na dřívějších projektech/úvěrech, měl by být naplněn znak existence *určené strategie* dle § 15 odst. 1 ZISIF. Důsledkem toho by byl naplněn znak pokoutného fondu kolektivního investování spočívající ve společném investování dle § 98 odst. 1 ZISIF.

[210] Rozhodnutí bankovní rady České národní banky o rozkladu ze dne 26.01.2023, č. j. 2023/12331/CNB/110, sp. zn. Sp/2021/246/573, bod 71.

Na rozdíl od případu platformy *Investown*, která v rámci své určené strategie používala shromážděné prostředky od investorů soustavně na pořizování, rekonstrukce a pronajímání nájemních bytů, z čehož získávala zisk spočívající v měsíčně inkasovaném nájemném, který vyplácela investorům, nedochází ze strany platformy s klasickým participačním modelem crowdfundingu ke správě majetku, který byl z poskytnutých prostředků ve formě úvěru dlužníkem pořízen. Platforma zde vykonává toliko správu pohledávek ze smlouvy o úvěru a v případě prodlení dlužníka se splácením svých dluhů s dlužníkem jedná a využívá zřízených zajišťovacích instrumentů. Platforma ze své pozice věřitele nemá plnou správu nad věcmi, které dlužník za poskytnuté peněžní prostředky pořídil. Na tomto závěru dle mého názoru nemění ničeho ani případná možnost platformy jakožto věřitele poskytnout úvěr jako úvěr účelový, což bývá běžná praxe crowdfundingových platforem, a podmínit čerpání úvěru dlužníkem splněním konkrétních podmínek (například doložením určitého stupně prostavěnosti stavby u developerských projektů).

Uvedená skutečnost dle mého názoru však neznamená, že by znak existence určené strategie při tomto způsobu nakládání s peněžními prostředky od investorů ze strany platformy s klasickým participačním modelem splněn nebyl. Společné investování ze strany platformy bude totiž spočívat (již) v tom, že shromažďuje od investorů z řad veřejnosti peněžní prostředky za účelem financování úvěrů, které platforma poskytuje třetím osobám k realizaci konkrétních podnikatelských záměrů, to vše s cílem generovat výnos pro investory, kteří na úvěrech participují.[211]

Situace bude dle mého názoru však odlišná v případě, kdy poskytovatelem úvěru, na kterém je investorům následně prostřednictvím platformy umožněno účastnit se nabytím participací, nebude provozovatel samotné platformy, ale třetí osoba bez materiálního a personálního propojení s provozovatelem platformy. Za této situace platforma slouží toliko jako prostředník toku peněžních prostředků mezi investory nabývajícími participace na úvěru a poskytovatelem (věřitelem) úvěru. Platforma tak peněžní prostředky od investorů neshromažďuje za účelem jejich poskytování ve formě (dalších) úvěrů třetím subjektům a nevykonává činnost spočívající v realizaci vlastních investic s cílem generování zisků pro investory držící participace. V této situaci činnost platformy nepovažuji za shromažďování peněžních prostředků za účelem společného investování, neboť peněžní prostředky za nabytí participací budou poskytnuty poskytovateli úvěru, kterým není provozovatel platformy. Znak společného investování, resp.

[211] Rozhodnutí bankovní rady České národní banky o rozkladu ze dne 26.01.2023, č. j. 2023/12331/CNB/110, sp. zn. Sp/2021/246/573, bod 66.

určené strategie tak v tomto případě jako naplněný nespatřuji a platforma by se v takovém případě nedopouštěla provozování pokoutného fondu kolektivního investování ve smyslu § 98 ZISIF.

3.1.1.3 Závislost návratnosti investice nebo zisku investora na hodnotě nebo výnosu majetku, do kterého byly prostředky investovány

Třetí znak pokoutného fondu kolektivního investování představuje závislost návratnosti investice nebo zisku investora na hodnotě nebo výnosu majetku, do kterého byly prostředky investovány. Pro naplnění tohoto znaku postačí, pokud je závislost návratnosti investice nebo zisk alespoň zčásti závislý na hodnotě nebo výnosu majetku, do kterého byly prostředky investovány. Závislost návratnosti investice nebo zisku se posuzuje z materiálního hlediska daného obchodního modelu a nemusí tak nutně vyplývat přímo ze smluvní dokumentace.[212] S ohledem na materiální pojetí pokoutného fondu kolektivního investování není ani rozhodující označení činnosti jako takové a naplnění zákonných znaků může nastat i při výkonu činností jinak zcela souladných v jinými právními předpisy.[213]

Pro naplnění tohoto znaku je stěžejní, jestli existuje alespoň částečné *tržní riziko* ztráty investorovy investice. Tedy jestli existuje *„vazba mezi výnosem investora a hospodářskými výsledky správy jeho investice, resp. výkonností majetku, do kterého bylo investováno.“*[214] Tržnímu riziku investor nebude vystaven typicky u investování prostřednictvím dluhopisů nebo smluv o úvěrech/zápůjčce, kdy bude sjednána fixní úroková sazba, kterou je investorovi dlužník povinen platit. V tomto případě bude investor vystaven pouze *úvěrovému (kreditnímu) riziku* spočívajícímu v nemožnosti nebo neschopnosti dlužníka splatit své dluhy.[215] Pouze kreditní riziko může být přítomno u úvěrů poskytovaných dle Nařízení o crowdfundingu, neboť jedním z pojmových znaků úvěru dle čl. 2 odst. 1 písm. d) Nařízení o crowdfundingu je bezpodmínečný závazek vlastníka projektu splatit investorem poskytnuté prostředky. Dodržením této povinnosti se u provozovatelů poskytujících úvěrový crowdfunding v souladu s Nařízením o crowdfundingu vylučuje provozování pokoutného fondu kolektivního investování.

[212] ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. Pokoutné fondy kolektivního investování (§ 98 ZISIF). In: *Cnb.cz* [online]. 30. 6. 2022, odst. 20 [cit. 21.05.2023]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2022-06/

[213] ŠOVAR, Jan et al. *Zákon o investičních společnostech a investičních fondech: komentář*. 1. vyd. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2015, s. 331. ISBN 978-80-7478-783-6.

[214] ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. Pokoutné fondy kolektivního investování (§ 98 ZISIF). In: *Cnb.cz* [online]. 30. 6. 2022, odst. 19 [cit. 21.05.2023]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2022-06/

[215] Ibid., odst. 23.

Znak závislosti návratnosti investice nebo zisku investora na majetku, do kterého byly jeho prostředky investovány, může být naplněn i v případě vzniku této závislosti nepřímo nebo zprostředkovaně třetí osobou, podle použitého obchodního modelu a struktury. To se může týkat právě crowdfundingových platforem s participačním modelem, které umožňují investorům podílet se na výnosu a ztrátách z úvěrů/zápůjček poskytnutých třetím osobám. Zde bude tržní riziko, vedle rizika kreditního, existovat v situaci, kdy bude *„splácení výnosů investorovi […] závislé na plnění třetí osoby, která prostředky původně poskytnuté investorem využila k investici do určitého majetku, a je dána byť částečná závislost návratnosti investice či zisku investora na hodnotě nebo výnosu majetku, do kterého byly prostředky investovány.“*[216]

U bývalého obchodního modelu platformy *Investown* vyplývala předmětná závislost již z formálního hlediska ze smluvní dokumentace, která odpovídala i materiálnímu pojetí nastaveného obchodního modelu platformy. Investorům byla měsíčně vyplácena poměrná část výnosu, jejíž úhrada byla podmíněna předchozím uhrazením nájemného ze strany nájemce užívajícího konkrétní byt.

Provozovatel platformy *Investown* v přestupkovém řízení zdůrazňoval skutečnost, že investoři při nabytí participace na již poskytnutém úvěru, který sloužil k pořízení konkrétní bytové jednotky, poskytli platformě peněžní prostředky, které nebyly použity k investici do této konkrétní bytové jednotky. Jinými slovy, dle jeho tvrzení nebyl naplněn tento znak pokoutného fondu kolektivního investování, neboť investorovy peněžní prostředky nebyly použity pro financování koupě toho bytu, z něhož placené nájemné představovalo měsíční výnos hrazený investorovi. Peněžní prostředky investora byly použity až na poskytnutí dalšího úvěru dceřiné společnosti za účelem pořízení další bytové jednotky k totožnému účelu.

Tato argumentace byla ze strany ČNB odmítnuta, neboť pro naplnění předmětného znaku závislosti je podstatné, že *„majetek, který má investorům generovat zisk, byl pořízen ze shromážděných peněžních prostředků. Peníze jsou věcí zastupitelnou, a tak není podstatné, které konkrétní prostředky byly použity na nákup konkrétní nemovitosti. Úvěry byly poskytovány ze shromážděných peněžních prostředků a investorům měl poté z těchto úvěrů plynout zisk závislý na úspěšném pronajímání nemovitostí, které [dceřiná] společnost […] pořídila z poskytnutých úvěrů.“*[217]

[216] Ibid., odst. 24.
[217] Rozhodnutí bankovní rady České národní banky o rozkladu ze dne 26.01.2023, č. j. 2023/12331/CNB/110, sp. zn. Sp/2021/246/573, bod 78.

Tento závěr je dle mého názoru zcela logický, neboť pokud bychom v opačném případě trvali na tom, že peněžní prostředky investora musí být použity přímo k pořízení konkrétního majetku, na jehož hodnotě nebo výnosu je závislá návratnost investory investice nebo jeho zisk, umožnili bychom zcela zjevné obcházení zákazu provozování pokoutného fondu kolektivního investování. Pro nenaplnění znaku existence závislosti mezi návratností investice nebo ziskem investora a hodnotou nebo výnosem majetku, do kterého byly investorovy prostředky investovány, by totiž jednoduše stačilo zajistit, aby v pořadí „první" majetek (tedy např. byt) byl pořízen z jiných prostředků než prostředků získaných od investorů nabývajících participace.

Pro posouzení naplnění tohoto znaku pokoutného fondu kolektivního investování je tedy stěžejní, jestli investor nese spolu s *kreditním rizikem* i *tržní riziko.* Důsledně vzato, tržní riziko bude v určité míře přítomno u každého podnikatelského záměru, který byl crowdfundingovou platformou financován. Typicky u nemovitostních developerských projektů bude crowdfundingová platforma poskytovat účelový úvěr například na koupi pozemku a financování vybudování potřebných úprav pozemku, vybudování inženýrských sítí a samotné stavby. Z formálního hlediska se v tomto případě bude vyskytovat pouze kreditní riziko, protože dlužník bude mít bezpodmínečnou povinnost splácet úroky z úvěru a jistinu. Materiálně posuzováno se však developerský projekt musí podařit úspěšně zrealizovat, tedy vybudovat a se ziskem prodat, případně získat refinancování u jiného subjektu, aby dlužník získal peněžní prostředky k úhradě svých dluhů vůči crowdfundingové platformě a nepřímo tedy investorům. *Ad absurdum* by touto logikou nesměly být poskytovány na developerské projekty účelové úvěry, neboť právě z určení účelu poskytovaných peněžních prostředků by mohla vyplývat materiální závislost návratnosti investice nebo zisku investora.

Tento závěr z mého pohledu není cílem právní úpravy § 98 odst. 1 ZISIF určené k ochraně běžných investorů z řad veřejnosti, protože stanovení účelu úvěru naopak může sloužit k ochraně investic takových investorů. Platforma bude průběžně kontrolovat použití peněžních prostředků na sjednaný účel (např. dohlížet na prostavěnost stavby) a v případě zjištění pochybností situaci aktivně řešit. Znak existence závislosti návratnosti investice nebo zisku na hodnotě nebo výnosu majetku, do kterého byly prostředky investovány, bych tak spatřoval (až) v situacích, kdy je tato závislost buďto formálně přímo sjednána ve smluvní dokumentaci, nebo materiálně bude závislost zřejmá, například z různých sdělení na platformě nebo popisů u konkrétních zveřejněných projektů.

3.1.1.4 Zákonná výjimka dle § 2 písm. a) ZISIF

Pro úplnost je třeba uvést zákonnou výjimku dle § 2 písm. a) ZISIF, která z působnosti ZISIF vyjímá shromažďování prostředků za hlavním účelem financování vlastní výroby, obchodu, výzkumu nebo poskytování vlastních služeb, jiných než finančních, a správu těchto prostředků nebo majetku nabytého za tyto prostředky. I pokud by konkrétní obchodní model naplňoval všechny znaky dle § 98 odst. 1 ZISIF, nebude se jednat o provozování pokoutného fondu kolektivního investování v případě, že obchodní model bude spočívat ve výkonu činnosti dle § 2 písm. a) ZISIF.

U crowdfundingových platforem se tato výjimka neuplatní, neboť hlavní činností těchto platforem je zprostředkování investic pro veřejnost a zhodnocení peněžních prostředků veřejnosti, za což platformy získávají odměnu za zprostředkování a správu investice. Takovou činnost crowdfundingových platforem nelze považovat za poskytování nefinančních služeb. Výjimka dle § 2 písm. a) ZISIF se na crowdfundingové platformy neuplatní.[218] Další zákonné výjimky z působnosti ZISIF dle § 2 písm. b), c) a § 2a pro posouzení provozování pokoutného fondu kolektivního investování s ohledem na znění § 98 odst. 3 ZISIF nemají vliv.

3.1.1.5 Dílčí závěr

Z výše uvedeného rozboru vyplývá, že crowdfundingové platformy s klasickým participačním modelem, které dlužníkům poskytují účelové úvěry na realizaci specifikovaného podnikatelského záměru, by se bez dalších modifikací tohoto obchodního modelu neměly dopouštět provozování pokoutného fondu kolektivního investování a tím pádem přestupku dle § 614 odst. 1 písm. c) ZISIF.

Klasický participační model dle mého názoru nenaplňuje znak pokoutného fondu kolektivního investování spočívající v existenci *závislosti návratnosti investice či zisku investora na hodnotě nebo výnosu majetku, do kterého byly prostředky investovány*. Tento znak není dle mého názoru splněn z toho důvodu, že investoři jsou vystaveni toliko *kreditnímu riziku* dlužníka, nikoliv současně *tržnímu riziku.* U těch platforem s participačním modelem, kdy provozovatel platformy není poskytovatelem úvěru dlužníkovi, nýbrž jím je třetí osoba personálně i majetkově nezávislá na provozovateli platformy, pak nebude splněn ani další znak spočívající ve *společném investování* peněžních prostředků podle *určené strategie*.

[218] ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. Pokoutné fondy kolektivního investování (§ 98 ZISIF). In: *Cnb.cz* [online]. 30. 6. 2022, odst. 31, 32 [cit. 21.05.2023]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2022-06/

3.1.2 Právní povaha klasických participací

Diskuze nad právní povahou participací na úvěrech nabývá v poslední době na aktuálnosti. Je tomu tak zejména kvůli vymezení působnosti Nařízení o crowdfundingu a na to navazující povinnosti získat licenci dle Nařízení o crowdfundingu pro provozovatele platformy s obchodním modelem spadajícím do jeho působnosti.

3.1.2.1 Klasická participace jako tichá cese?

Jak již bylo řečeno, crowdfundingové platformy prezentují smluvní dokumentaci (rámcové) smlouvy o participaci jako smlouvu inominátní dle § 1746 odst. 2 Občanského zákoníku. Investoři při své investici na platformě s tímto obchodním modelem vyjádří svoji vůli převzít právo na obdržení výnosů z již dlužníkovi poskytnutého úvěru a současně se vystavit potenciálnímu riziku ztráty své investice plynoucí z kreditního selhání dlužníka.

Považuji za nezbytné u klasických participací zohlednit jejich materiální povahu a funkci, kterou při crowdfundingovém financování podnikatelských záměrů zastávají. Pokud platforma jakožto poskytovatel úvěru a osoba v pozici věřitele vůči dlužníkovi umožní investorům nabytí participací až do výše 100 % jistiny poskytnutého úvěru, při selhání dlužníka s uhrazením dluhů z úvěrové smlouvy není materiálně vystavena žádnému finančnímu riziku. Naopak platforma může při vymáhacím procesu inkasovat částky, vůči kterým si před jejich výplatou investorům (částečně) započte svoji odměnu za úspěšné vymáhání. Nebo platforma může i před započetím vymáhací procesu inkasovat od investorů (zálohu na) odměnu za vymáhání pohledávek ze smlouvy o úvěru vůči investorům. Platforma se každopádně při nabytí participací ze strany investorů materiálně uspokojuje co do jistiny poskytnutého úvěru a odstraňuje tím svoji expozici a riziko vzniku své ztráty způsobené nesplacením dluhů dlužníka. Veškeré potenciální riziko vzniku ztráty nesou investoři, kteří jsou vlastníky participace na daném úvěru. Dlužník je současně povinen plnit veškeré své dluhy z úvěrové smlouvy platformě, která vůči němu vystupuje jako věřitel.

Popsaná situace je z materiálního hlediska dle mého názoru situací srovnatelnou s tzv. *tichou cesí*, tedy postoupením pohledávky bez notifikace dlužníka o změně osoby věřitele ve smyslu § 1882 odst. 1 Občanského zákoníku. Postupitel zde převádí pohledávku na třetí osobu, avšak žádná ze stran postupní smlouvy nemá zájem na tom, aby se o postoupení pohledávky dlužník

dozvěděl. Současně postupník dle § 1886 odst. 1 Občanského zákoníku zmocní postupitele k tomu, aby postupitel svým jménem na účet postupníka pohledávku vymáhal.[219]

U obchodního modelu s klasickými participacemi z materiálního hlediska dle mého názoru dochází k obdobné situaci jako u tichého postoupení pohledávky. Platforma umožní investorům ve formě participace nabýt za dlužníkem pohledávku z úvěrové smlouvy, a to v rozsahu jistiny úvěru odpovídající výši úplaty uhrazené za nabytí participace. Úplata za nabytí participace pak materiálně představuje úplatu za nabytí pohledávky. Platforma, tj. věřitel z úvěrové smlouvy, převádí právo na výnosy a ztráty, resp. postoupí pohledávku z úvěru (úvěrové smlouvy) na investora, který jí za toto nabytí práva na obdržení výnosů a ztrát (nabytí participace) zaplatí cenu participace, resp. úplatu za postoupení pohledávky.

Platforma po nabytí participací investory, tj. po prodeji pohledávek ze smlouvy o úvěru, v souladu s dohodou s investory, nenotifikuje dlužníka o tomto prodeji participací, tj. o postoupení pohledávek. Současně investoři nebudou jakýmkoliv způsobem vyrozumívat dlužníka o tom, že nabyli participaci na úvěrové smlouvě, resp. že nabyli (část) pohledávky za dlužníkem. Dlužník má tak v souladu s § 1882 odst. 1 Občanského zákoníku povinnost nadále plnit výlučně platformě jako svému věřiteli.

Dlužník sice fakticky může, avšak bezpodmínečně nemusí, být srozuměn s tím, že platforma jako poskytovatel úvěru poskytla jistinu úvěru nejdříve z vlastních prostředků, které následně získává zpět na své crowdfundingové platformě. Avšak dle uzavřené smluvní dokumentace na úrovni platforma-dlužník i platforma-investor bude nastolena absence přímého smluvního vztahu mezi investorem a dlužníkem. Platforma rovněž ani nemá důvod a zásadně nebude sdělovat dlužníkovi identifikaci jednotlivých investorů, kteří nabyli participaci na úvěrové smlouvě, resp. kterým byla postoupena pohledávka z úvěrové smlouvy.

Platforma bude inkasovat veškerá plnění od dlužníka a případně vymáhat pohledávky z úvěrové smlouvy svým jménem a na účet všech investorů, kteří od ní participaci, resp. pohledávku z úvěrové smlouvy, nabyli. Platforma bude inkasovat a vymáhat plnění od dlužníka jako komisionář pověřený jednotlivými investory jako komitenty.[220]

Podle mého názoru tak crowdfundingový model s klasickými participacemi může být kvalifikován jako tiché postupování pohledávek ze smlouvy o úvěru dříve poskytnutého

[219] HULMÁK, Milan, Petr LAVICKÝ, et al. *Občanský zákoník: komentář. V: Závazkové právo: obecná část (§ 1721-2054)*. 1. vyd. Praha: C.H. Beck, 2014, s. 757. ISBN 978-80-7400-535-0.
[220] PETROV, Jan, Michal VÝTISK a Vladimír BERAN. *Občanský zákoník: komentář*. 2. vyd. Praha: C.H. Beck, 2019, s. 2634. ISBN 978-80-7400-747-7.

platformou dlužníkovi. Při posouzení právního jednání učiněného při nabývání participací podle jeho obsahu dle § 555 odst. 1 Občanského zákoníku lze dojít k závěru, že rámcová participační smlouva (rámcová smlouva o podílech na výnosech a ztrátách) představuje rámcovou smlouvu o (tichém) postupování pohledávek a na ni navazující smlouva o nabytí participace představuje smlouvu o (tichém) postoupení konkrétní pohledávky.

Obchodní model klasických participací tak dle mého názoru spadá pod rozsah čl. 45 odst. 2 písm. d) Nařízení o crowdfundingu, dle kterého se v uvedené zprávě posoudí, zda je rozsah služeb spadajících do působnosti Nařízení o crowdfundingu přiměřený *„s ohledem na vývoj modelů podnikání zahrnujících zprostředkování finančních pohledávek, včetně postoupení nebo prodeje pohledávek z úvěrů investorům, kteří jsou třetí stranou, prostřednictvím platforem skupinového financování.“* Pokud tedy Evropská komise ve zprávě dle čl. 45 Nařízení o crowdfundingu dospěje k závěru, že by skutečně bylo vhodné rozšířit působnost Nařízení o crowdfundingu o obchodní model s postupováním pohledávek z úvěrů, považuji za nejvýš vhodné posoudit klasické participace podle jejich materiálního hlediska jako tiché postoupení pohledávky. Pokud tedy v budoucnu bude rozšířena působnost Nařízení o crowdfundingu na tyto obchodní modely umožňující *„postoupení nebo prodej pohledávek z úvěru investorům“*, platformy s obchodním modelem klasických participací budou povinny získat licenci dle Nařízení o crowdfundingu.

V důsledku současného stavu, kdy činnost obchodních platforem s modelem klasických participací nespadá do působnosti Nařízení o crowdfundingu, by ze strany potenciálního provozovatele nově vznikající crowdfundingové platformy mohlo poměrně jednoduše dojít k účelového vyhýbání se povinnosti získat licenci dle Nařízení o crowdfundingu před zahájením své činnosti. Pokud by tato nová platforma zvolila obchodní model s klasickými participacemi, postačilo by jejímu provozovateli obstarat si na samém začátku, před spuštěním crowdfundingové činnosti, vstupní peněžní prostředky z jiných zdrojů tak, aby je mohl poskytnout jako úvěr dlužníkovi. Poté by se provozovatel platformy ekonomicky zase „zhojil“ prostřednictvím prodeje klasických participací investorům. Z těchto peněžních prostředků přijatých od investorů jako úplaty za nabytí participace by provozovatel platformy mohl poskytnout další úvěr novému dlužníkovi a celý proces opakovat, to vše mimo působnost Nařízení o crowdfundingu.

3.1.2.2 Přestupkové řízení ČNB

K právní povaze participací se však již vyjádřila ČNB v rámci přestupkového řízení vedeného proti provozovateli platformy *Ronda Invest*. V tomto řízení byla provozovateli uložena pokuta ve výši 50.000 Kč za porušení povinnosti dle § 8 odst. 3 Zákona o dohledu, tedy za porušení

povinnosti předložit požadované podklady týkající se činnosti provozovatele této platformy.[221] Konkrétně si ČNB vyžádala seznam všech zákazníků, kteří sjednali individuální dohodu o participacích na poskytnutých úvěrech, a kopii smluvní dokumentace uzavřené s těmito zákazníky.

Provozovatel platformy *Ronda Invest* nabízel[222] možnost investovat do úvěru prostřednictvím participací. ČNB v rámci svého šetření vyhodnotila participace nabízené na platformě *Ronda Invest* tak, že *„vykazují znaky nástroje umožňující přenos úvěrového rizika, které jsou dle ustanovení § 3 odst. 1 písm. e) zákona o podnikání na kapitálovém trhu investičními nástroji.“*[223] Provozovatel platformy dále nabízel osobám držícím participace možnost zprostředkování jejího prodeje jinému investorovi na tzv. *sekundárním trhu.*[224]

Provozovateli platformy byla uložena pokuta za neposkytnutí součinnosti při šetření ČNB týkající se jím provozované platformy *Ronda Invest*. ČNB totiž pojala podezření, že provozovatel platformy, aniž by disponoval jakýmkoliv oprávněním k činnosti na finančním trhu, poskytoval hlavní investiční služby v rozporu s § 4a ZPKT, tedy bez povolení vydaného ČNB.[225] Investiční službou, o jejímž poskytování bez příslušného oprávnění měla ČNB podezření, bylo *přijímání a předávání pokynů týkající se investičních nástrojů* dle § 4 odst. 2 písm. a) ZPKT, která měla/mohla spočívat ve „zprostředkování investora“ pro účely prodeje participace na konkrétním úvěru ze strany jejího držitele. Jmenovaná investiční služba dle § 4 odst. 4 ZPKT zahrnuje i zprostředkování obchodů s investičními nástroji. Předmětem šetření ČNB byly zejména okolnosti nabízených služeb v souvislosti s participacemi a způsob nakládání s participacemi, tedy zda a případně jakým způsobem docházelo k převádění a obchodování s participacemi.[226]

Provozovatel platformy se proti závěrům ČNB bránil, proti předmětnému prvostupňovému rozhodnutí podal rozklad, po jeho zamítnutí a potvrzení prvostupňového rozhodnutí[227] podal žalobu dle § 65an. SŘS, která byla rozsudkem zamítnuta[228] a následně proti rozsudku podal ve smyslu § 102an. SŘS kasační stížnost, o které nebylo dosud rozhodnuto. Argumentace účastníka řízení se z velké části vztahovala k odůvodnění závěru o neposkytování investiční služby

[221] Rozhodnutí České národní banky ze dne 01.03.2021, č. j. 2021/22498/570, sp. zn. Sp/2020/347/573.
[222] V současné době rovněž stále nabízí.
[223] Rozhodnutí České národní banky ze dne 01.03.2021, č. j. 2021/22498/570, sp. zn. Sp/2020/347/573, bod 10.
[224] Ibid.
[225] Ibid., bod 11.
[226] Ibid., bod 39, 35.
[227] Rozhodnutí bankovní rady České národní banky o rozkladu ze dne 10.06.2021, č. j. 2021/58703/CNB/110, sp. zn. Sp/2020/347/573.
[228] Rozsudek Městského soudu v Praze ze dne 13.06.2022, č. j. 14 A 164/2021-59.

v rozporu s § 4a ZPKT a absenci povahy participace coby investičního nástroje. Nutno však podotknout, že se tato argumentace minula s podstatou věci. Přestupek dle § 9b odst. 1 písm. c) Zákona o dohledu spočíval v neposkytnutí součinnosti v podobě nepředložení vyžadovaných seznamů zákazníků platformy *Ronda Invest*, nikoliv v samotném (případném) neoprávněném podnikání na kapitálovém trhu.

V předmětném rozhodnutí ČNB ve vztahu k povaze participací na úvěrech nabízených k nabytí na platformě *Ronda Invest* sice na jednom místě uzavírá, že *„nelze usoudit jinak, než že jde o nástroj umožňující přenos úvěrového rizika, což je dle zákona investiční nástroj“*[229], na dalším místě tento závěr o jednoznačnosti povahy participací zmírňuje, když vyhodnocuje participaci tak, že *„vykazuje znaky nástroje umožňující přenos úvěrového rizika dle ustanovení § 3 odst. 1 písm. e) zákona o podnikání na kapitálovém trhu.“*[230]

Bankovní rada ČNB v rozhodnutí o rozkladu proti předmětnému prvostupňovému rozhodnutí dále uvádí, že ČNB coby správní orgán prvního stupně nemůže bez skutečného zjištění stavu věci, ke kterému je dle názoru ČNB nezbytné předložení požadovaných seznamů zákazníků ze strany účastníka řízení, vést polemiku s jeho závěry, že *„neposkytuje investiční služby, neboť jeho služby se nevztahují k investičnímu nástroji“*. Bankovní rada ČNB uvádí, že ČNB coby prvostupňový orgán ve svých výzvách k předložení požadovaných podkladů vůči účastníkovi řízení uvedla, že participace slouží k přenosu úvěrového rizika a *„nelze zcela vyloučit, že může být posouzena jako investiční nástroj“*, přičemž za daného nedostatečného zjištění stavu věci je *„diskuze o klasifikaci a povaze investičních nástrojů, eurokonformním výkladu práva či sekundárním trhu předčasná.“*[231] Bankovní rada ČNB tak závěr o povaze participace jako investičním nástroji umožňujícím přenos úvěrového rizika ve smyslu § 3 odst. 1 písm. e) ZPKT, uvedený v prvostupňovém rozhodnutí, značně zrelativizovala.

Z názorů ČNB uvedených v předmětném přestupkovém řízení lze dovodit, že z pohledu ČNB by participace mohly mít povahu nástrojů umožňujících přenos úvěrového rizika dle § 3 odst. 1 písm. e) ZPKT. Vytýkaná a případně neoprávněně poskytovaná investiční služba provozovatelem platformy *Ronda Invest* však nespočívala v nabízení a prodávání participací na podkladovém úvěru, tedy úvěru již poskytnutém třetí osobě, investorům jakožto uživatelům platformy *Ronda Invest*. Případný rozpor s § 4a ZPKT byl spatřován ve zprostředkování obchodů s participacemi

[229] Rozhodnutí České národní banky ze dne 01.03.2021, č. j. 2021/22498/570, sp. zn. Sp/2020/347/573, bod 37.
[230] Ibid., bod 39.
[231] Rozhodnutí bankovní rady České národní banky o rozkladu ze dne 10.06.2021, č. j. 2021/58703/CNB/110, sp. zn. Sp/2020/347/573, bod 29, 30.

mezi současnými držiteli participací a jejich potenciálními nabyvateli a tím pádem v poskytování investiční služby dle § 4 odst. 2 písm. a) ZPKT. Byť se provozovatel platformy proti uložené sankci bránil a rozporoval mj. i závěr o případné neoprávněnosti své činnosti spočívající v provozování tzv. sekundárního trhu, v současné době jej již neprovozuje a neumožňuje držitelům participací aktivně „vystoupit z investice" a participaci prodat třetí osobě.

ČNB na svých webových stránkách uveřejnila dne 03.12.2021[232] v rubrice *„upozornění pro veřejnost"* sdělení nazvané *„Upozornění na rizika investic do alternativních investičních produktů (tokeny, participace)"*.[233] V daném upozornění ČNB sděluje, že participace coby investice do podílů na úvěrech obvykle nepodléhají dohledu ČNB. Investor tak při *„nákupu, či držení těchto produktů (tokenů, participací a jiných alternativních produktů) nepožívá […] výhod v podobě ochrany spojované s regulovanými finančními službami"*.[234] Činnost spočívající v nabízení participací totiž nemá být regulovanou činností, což v uvedeném sdělení ČNB výslovně uvádí.

3.1.2.3 Klasická participace jako investiční nástroj dle ZPKT?

Dle mého názoru se tak nabízí závěr, že v současné době ČNB není jednoznačně ustálena ve stanovisku stran povahy klasických participací na úvěrech a otázce, zda a případně jakým způsobem regulovat činnost platforem provozujících crowdfunding s tímto obchodním modelem. Z veřejně dostupných informací nevyplývá, že by ČNB přijala stanovisko o právní povaze klasických participací coby investičních nástrojů ve smyslu § 3 ZPKT.

Možným závěrem o právní povaze klasických participací by mohlo být již zmíněné podřazení této činnosti pod regulaci ZPKT, kdy by byly klasické participace podřazeny pod § 3 odst. 1 písm. e) ZPKT jako nástroje umožňující přenos úvěrového rizika, případně jako jiné investiční nástroje. Činnost spočívající v jejich nabízení na platformě k nabytí třetím osobám by pak byla posouzena jako hlavní investiční služba dle § 4 odst. 2 ZPKT.

Klasické participace nebudou podřaditelné pod investiční nástroje vyžadující formu cenného papíru, lze tedy vyloučit investiční nástroje dle § 3 odst. 1 písm. a) a b), resp. § 3 odst. 2 a 3 ZPKT. Současně z povahy věci lze vyloučit povolenky na emise skleníkových plynů dle § 3 odst. 1 písm.

[232] Tedy s časovým odstupem 9, resp. 6 měsíců od vydání rozhodnutí České národní banky ze dne 01.03.2021, č. j. 2021/22498/570, sp. zn. Sp/2020/347/573, resp. rozhodnutí bankovní rady České národní banky o rozkladu ze dne 10.06.2021, č. j. 2021/58703/CNB/110, sp. zn. Sp/2020/347/573.
[233] ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. Upozornění na rizika investic do alternativních investičních produktů (tokeny, participace). In: *Cnb.cz* [online]. 3. 12. 2021 [cit. 21.09.2022]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/vykon-dohledu/upozorneni-pro-verejnost/Upozorneni-na-rizika-investic-do-alternativnich-investicnich-produktu-tokeny-participace/
[234] Ibid.

l) ZPKT. Dále patří mezi investiční nástroje dle § 3 odst. 1 písm. c) ZPKT nástroje peněžního trhu, kterými jsou dle § 3 odst. 4 ZPKT *„nástroje, se kterými se obvykle obchoduje na peněžním trhu, zejména pokladniční poukázky, vkladní listy a komerční papíry“*. Možnost obchodování předpokládá existenci sekundárního trhu. U klasických participací bývá zpravidla vyloučena jejich převoditelnost, či je přinejmenším možnost dalšího prodeje této participace investorem třetí osobě podmíněna předchozím souhlasem provozovatele platformy. Investoři tak standardně nabudou a drží participaci až do okamžiku splatnosti úvěru poskytnutého dlužníkovi. Za nástroj peněžního trhu přitom nelze označit takový nástroj, pokud jsou jeho převody *„výjimečné, neobvyklé nebo dokonce vyloučené“*.[235]

Z povahy peněžního trhu, kterým se rozumí trh *„krátkodobých peněz, kam řadíme instrumenty se splatností vyjádřenou řádově ve dnech až měsících, nejdéle však do jednoho roku“*[236], plyne dále znak nástrojů peněžního trhu spočívající ve splatnosti nepřesahující jeden rok, resp. 367 dnů.[237] Byť nic nebrání tomu, aby se klasické participace vztahovaly k úvěrům se splatností do jednoho roku, tento časový horizont splatnosti úvěry poskytnuté v rámci crowdfundingu mohou přesahovat a často i značně přesahují. Klasické participace tedy nebudou představovat nástroje peněžního trhu ve smyslu § 3 odst. 1 písm. c) ZPKT, a to zejména s ohledem na aspekt délky splatnosti. Vznik sekundárního trhu s participacemi provozovaný na platformě (se souhlasem s převodem konkrétní participace poskytnutý platformou) si totiž lze představit velmi snadno. Ostatně tento trh s již drženými participacemi jednotlivými investory v minulosti provozovala platforma *Ronda Invest.*

Poslední skupinou investičních nástrojů jsou tzv. deriváty dle § 3 odst. 1 písm. d) až k) ZPKT. Deriváty nejsou v ZPKT definovány. Zákonodárce v 3 § ZPKT přistoupil k vymezení derivátů nepřímo při vymezení investičních nástrojů vymezením neuzavřeného výčtu některých nejznámějších derivátů jako jsou opce, futures, forwardy a swapy a současně vymezením některých typických znaků derivátů. Tyto znaky se mohou uplatňovat individuálně, nikoliv kumulativně a jsou jimi*:*

- *odvozenost hodnoty derivátu od kurzu nebo hodnoty podkladového aktiva,*

[235] HUSTÁK, Zdeněk a Aleš SMUTNÝ. *Investiční služby a nástroje po rekodifikaci*. 1. vyd. Praha: C.H. Beck, 2016, s. 155. ISBN 978-80-7400-533-6.
[236] BAKEŠ, Milan, ed. *Finanční právo*. 6. upravené vyd. Praha: C.H. Beck, 2012, s. 103. ISBN 978-80-7400-440-7.
[237] HUSTÁK, Zdeněk a Aleš SMUTNÝ. *Investiční služby a nástroje po rekodifikaci*. 1. vyd. Praha: C.H. Beck, 2016, s. 156. ISBN 978-80-7400-533-6.

- *právo na vypořádání v penězích vyplývající z derivátu (a to i tehdy, když podkladové aktivum má jiný než peněžní charakter – např. komodita) buď vedle, nebo namísto práva na dodání podkladového aktiva,*
- *obchodovatelnost derivátu na regulovaném trhu nebo v mnohostranném systému.“*[238]

U klasických participací by byl první uvedený znak spočívající v *odvozenosti jejich hodnoty na hodnotě podkladového aktiva*, kterým bude úvěr poskytnutý dlužníkovi, pravděpodobně splněn. Hodnota plnění, na které má investor držící participaci nárok, odpovídá stavu aktuálního splácení podkladového úvěru dlužníkem. Dlužník se se splácením splátek tohoto úvěru může dostat do prodlení, nebo naopak úvěr splatit předčasně, čímž hodnota plnění, na které by měl investor nárok, klesá či stoupá. Současně se při řádném splácení úvěru snižuje zůstatková hodnota participace, neboť výše plnění, které investor ještě má obdržet, se s každou dlužníkem uhrazenou splátkou snižuje.

Druhý ze znaků bude splněn, neboť z klasické participace vyplývá *právo na vypořádání v penězích* mezi jejím vlastníkem, investorem, a provozovatelem platformy. Otázkou pak bude splnění třetího znaku, tedy *obchodovatelnosti* klasických participací. Jak již bylo uvedeno, z povahy participací, stejně jako z technického hlediska, vzniku sekundárního trhu s participacemi mnoho překážek v cestě nestojí. V obchodních podmínkách/rámcových smlouvách platformy bude standardně stanovena nemožnost převodu nebo jakéhokoliv nakládaní s participací bez souhlasu samotné platformy. Za předpokladu jeho udělení zbývá současnému vlastníkovi participace obstarat (si) jiného uživatele platformy v pozici investora se zájmem nabýt za úplatu jeho participaci. Po technické stránce provozovateli platformy zbývá zprostředkovat převod peněžních prostředků mezi převodcem a nabyvatelem a zajistit zaznamenání převodu participace na platformě takovým způsobem, aby byla evidována mezi participacemi drženými jejím nabyvatelem. Tomu budou nově vypláceny platby spojené s participací, tj. částky hrazené dlužníkem provozovateli platformy na splátky úvěru.

Z uvedených charakteristických znaků derivátů vyplývá, že klasické participace tyto znaky mohou splňovat. ČNB se v rámci přestupkového řízení proti platformě *Ronda Invest* vyjádřila tak, že by klasické participace mohly být podřaditelné pod skupinu investičních nástrojů *umožňujících přenos úvěrového rizika* dle § 3 odst. 1 písm. e) ZPKT. Nejobvyklejším typem tohoto derivátu je tzv. *credit default swap* (CDS), tedy swap úvěrového selhání.[239] Kupující tohoto derivátu se tímto

[238] BAKEŠ, Milan, ed. *Finanční právo.* 6. upravené vyd. Praha: C.H. Beck, 2012, s. 426. ISBN 978-80-7400-440-7.
[239] HUSTÁK, Zdeněk et al. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu: komentář.* 1. vyd. Praha: C.H. Beck, 2012, s. 56. ISBN 978-80-7400-433-9.

chrání před rizikem plynoucím ze selhání podkladového aktiva, typicky úvěru nebo dluhopisu. Referenční událostí „selhání pokladového aktiva“ může být vyhlášení úpadku dlužníka z pokladového úvěru/dluhopisu, prodlení se splátkou, zhoršení ratingu dlužníka, zhoršení jeho hospodářských výsledků aj. Za tuto „ochranu“ hradí kupující tohoto derivátu jeho prodávajícímu průběžné peněžní plnění. Pokud k selhání podkladového aktiva dojde, vlastník derivátu má nárok na obdržení sjednaného peněžního plnění od protistrany, tj. od prodávajícího derivátu.[240]

V situaci crowdfundingové platformy s klasickým participačním modelem prodej participací investorům představuje situaci odlišnou než u prodeje nástroje CDS, neboť investoři již při nabytí participace poskytují platformě peněžní prostředky odpovídající alikvotní části jistiny úvěru poskytnutého dlužníkovi. Platforma tedy od investorů získá peněžní prostředky hned při nabytí participací, nikoliv až v situaci, pokud se dlužník dostane do prodlení s úhradou splátek úroku/jistiny úvěru (tedy při selhání podkladového aktiva).

Na tomto místě tedy narážíme na rozlišení těchto tzv. úvěrových derivátů na jejich *financované* (funded) a *nefinancované* (unfunded) varianty. U nefinancovaného nástroje investor jako prodávající „ochrany“ před selháním podkladového aktiva neprovádí platbu předem kupujícímu této ochrany v podobě předmětného finančního derivátu. Investor tak nese úvěrové riziko a vyplácí sjednanou výši peněžních prostředků až v případě, kdy nastane sjednaná referenční událost selhání podkladového aktiva. U financovaného nástroje naopak investor jako prodávající ochrany vyplatí kupujícímu ochrany před selháním podkladového aktiva předem sjednanou peněžitou částku a následně nese úvěrové riziko z podkladového aktiva.[241]

Crowdfundingové platformy svou podnikatelskou činností vydělávají zejména prostřednictvím poplatků inkasovaných od investorů za správu investic(e). Současně mohou inkasovat peněžní prostředky i od dlužníků za obstarání požadovaného financování. Ve vztahu k investorům platformy umožňují investorům investovat své peněžní prostředky. Platformy s modelem klasických participací se jejich prodejem zbavují veškerého rizika z úvěru poskytnutého dlužníkovi. Byť tedy hlavním účelem prodeje participací ve vztahu k investorům je umožnění provedení jejich investice, neméně důležitým důsledkem je současně přenos veškerého úvěrového

[240] HUSTÁK, Zdeněk a Aleš SMUTNÝ. *Investiční služby a nástroje po rekodifikaci*. 1. vyd. Praha: C.H. Beck, 2016, s. 164. ISBN 978-80-7400-533-6.
[241] FABOZZI, Frank J., Henry A. DAVIS a Moorad CHOUDHRY. Credit-Linked Notes: A Product Primer. *Journal of Structured Finance* [online]. 2007, roč. 12, č. 4, s. 67 [cit. 30.07.2023]. ISSN 15519783. Dostupné z: https://www.proquest.com/docview/221025285/fulltextPDF/252BDF6A2CE849E9PQ/1?accountid=16531

rizika spojeného s pokladovým aktivem, tj. poskytnutým úvěrem, z platformy jakožto poskytovatele úvěru, na investory.

Platforma vyplácí průběžně peněžité plnění investorům držícím participace za to, že nesou úvěrové riziko z podkladového aktiva (úvěru). Tomu odpovídá výše splátky průběžně vyplácená dlužníkem splácejícím úvěr (snížená o případné poplatky za správu investice). Pokud dlužník dodrží podmínky pro splacení veškerých splátek (úroků z) úvěru a nedostane se do prodlení s úhradou jistiny úvěru, provozovatel platformy vyplatí investorům „zpět" částku ve výši, za kterou nabyli participace.

Jak již bylo úvodem řečeno, existují čtyři „základní" druhy derivátů, tedy opce, futures, forwardy a swapy. Vedle nich však se však kategorie derivátů rozrůstá o nové typy, které vznikají často kombinací typů již existujících[242] a rozšiřováním základních modelů o další podmínky.[243] Současně dle § 3 odst. 6 ZPKT platí, že investiční nástroj může svými vlastnostmi vykazovat znaky více druhů investičních nástrojů. Jednotlivé skupiny investičních nástrojů tak nejsou vzájemně ostře odděleny a jsou *„vzájemně prostupné."*[244] Současně lze konstruovat nové typy derivátů, které mohou vycházet z již existujících a používaných typů derivátů.

Byť tedy platformy svojí činností umožňují investování do již poskytnutých úvěrů, současně se v tomto obchodním modelu zbavují své expozice vůči kreditnímu riziku dlužníka z úvěrové smlouvy. Klasické participace, které k tomuto účelu využívají, však mohou a měly by být kvalifikovány z výše uvedených důvodů jako úvěrové deriváty, a tedy investiční nástroje dle § 3 ZPKT. Klasické participace se pak materiálně podobají derivátům nazvaným *„credit-linked note"* (CLN)[245], které se řadí mezi financované (funded) úvěrové deriváty.

Platformy s tímto obchodním modelem svou činností vytváří vlastní primární trh s participacemi, které nabízí ke koupi jednotlivým investorům. Pokud tedy učiníme závěr, že jsou klasické participace deriváty, a tedy investičními nástroji ve smyslu § 3 ZPKT, je nutné posoudit činnost platforem při jejich vydávání, a to v situaci, kdy jednak poskytovatelem úvěru dlužníkovi je samotný provozovatel platformy a jednak kdy je poskytovatelem úvěru třetí osoba.

[242] BAKEŠ, Milan, ed. *Finanční právo.* 6. upravené vyd. Praha: C.H. Beck, 2012, s. 427. ISBN 978-80-7400-440-7.
[243] HUSTÁK, Zdeněk a Aleš SMUTNÝ. *Investiční služby a nástroje po rekodifikaci*. 1. vyd. Praha: C.H. Beck, 2016, s. 162. ISBN 978-80-7400-533-6.
[244] HUSTÁK, Zdeněk et al. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu: komentář.* 1. vyd. Praha: C.H. Beck, 2012, s. 58. ISBN 978-80-7400-433-9.
[245] Na což poukazuje ČNB viz Rozhodnutí České národní banky ze dne 01.03.2021, č. j. 2021/22498/570, sp. zn. Sp/2020/347/573, bod 36.

V první situaci, kdy je poskytovatelem úvěru samotný provozovatel platformy, by činnost platformy měla být kvalifikovatelná jako hlavní investiční služba *obchodování s investičními nástroji na vlastní účet* dle § 4 odst. 2 písm. c) ZPKT. Obchodováním na vlastní účet se dle § 2 odst. 1 písm. e) ZPKT rozumí *„obchodování s využitím vlastního majetku vedoucí k uzavření obchodů“*, dle čl. 4 odst. 1 bodu 6 MiFID II se jím rozumí *„obchodování s využitím vlastního majetku podniku, jehož výsledkem je uzavření obchodů s jedním nebo více finančními nástroji“*. Podstatou této investiční služby jsou takové transakce, při kterých se osoba vykonávající činnost *obchodování na vlastní účet* sama stává stranou uzavíraného obchodu a sama nese prospěch nebo ztrátu z tohoto obchodu. Tato osoba se tak stává skutečným konečným vlastníkem investičních nástrojů nebo peněžní prostředků, které byly předmětem plnění při uzavření obchodu s investičním nástrojem.[246] Pod tuto investiční službu spadá mj. činnost *tvůrce trhu* (market maker)[247], kterým se dle § 2 odst. 6 ZPKT rozumí *„osoba, která trvale působí na finančních trzích jako osoba ochotná obchodovat na vlastní účet formou nákupu a prodeje investičních nástrojů s využitím vlastního majetku a za jí stanovené ceny“.*[248]

Jak již bylo řečeno, provozovatel crowdfundingové platformy s obchodním modelem klasických participací jejich prodejem vlastní trh s těmito investičními nástroji. Provozovatel takové platformy tak bude poskytovatel hlavní investiční služby spočívající v *obchodování s investičními nástroji na vlastní účet.* Současně bude provozovatel platformy při prodeji participací od investorů přijímat pokyny příkazy/pokyny, čímž bude současně poskytovat hlavní investiční službu *přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů* ve smyslu § 4 odst. 2 písm. a) ZPKT.[249]

Za uvedené situace provozovatel crowdfundingové platformy musí disponovat povolením vydaným ČNB ve smyslu § 4a ZPKT. Výjimka z povolení k poskytování hlavních investičních služeb dle § 4b ZPKT se na provozovatele platformy neuplatní. Zdánlivě aplikovatelná výjimka dle § 4b odst. 1 písm. d) ZPKT vztahující se na *osobu obchodující na vlastní účet* se rovněž

[246] HUSTÁK, Zdeněk a Aleš SMUTNÝ. *Investiční služby a nástroje po rekodifikaci*. 1. vyd. Praha: C.H. Beck, 2016, s. 83. ISBN 978-80-7400-533-6.
[247] HOBZA, Martin. *Investiční služby v právní teorii a praxi*. 1. vyd. Praha: Leges, 2017, s. 61. ISBN 978-80-7502-225-7.
[248] Obsahově shodně definuje tvůrce trhu čl. čl. 4 odst. 1 bod 7 MiFID II: *„obchodování s využitím vlastního majetku podniku, jehož výsledkem je uzavření obchodů s jedním nebo více finančními nástroji“.*
[249] K bližšímu výkladu této investiční služby viz podkapitola 2.3.3 této práce.

neuplatní, neboť dle svého bodu 1 se výjimka nevztahuje na *tvůrce trhu*, kterým za dané situace, jak již bylo řečeno, provozovatel platformy bude.[250]

Ve druhé zmíněné situaci, kdy poskytovatelem úvěru není provozovatel platformy, ale třetí osoba, bude provozovatel platformy umožňovat střet nabídky a poptávky po nabytí a prodeji participací. Pro investory bude provozovatel platformy poskytovat hlavní investiční službu *přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů* ve smyslu § 4 odst. 2 písm. a) ZPKT. Pro poskytovatele úvěru dlužníkovi, který má zájem na prodeji participací investorů, bude provozovatel platformy poskytovat hlavní investiční službu *umisťování investičních nástrojů bez závazku jejich upsání* ve smyslu § 4 odst. 2 písm. i) ZPKT, popřípadě službu *upisování nebo umisťování investičních nástrojů se závazkem jejich upsání* ve smyslu § 4 odst. 2 písm. h) ZPKT (v případě, že by se provozovatel sám zavázal nabýt ty participace, které by se mu nepodařilo prodat investorům).[251]

V úvahu rovněž připadá poskytování hlavní investiční služby *provádění pokynů týkajících se investičních nástrojů na účet zákazníka* ve smyslu § 4 odst. 2 písm. b) ZPKT. Podstatou této investiční služby je činnost jejího poskytovatele spočívající v obstarání uzavření smlouvy o převodu (koupi/prodeji) investičního nástroje na účet zákazníka. Poskytovatel této služby vystupuje jako zástupce zákazníka na základě smlouvy o komisi nebo smlouvy příkazní, nestává se tak konečným ekonomickým vlastníkem příslušených investičních nástrojů nebo peněžních prostředků.[252] Pravidelným obsahem této investiční služby bývá *„vypořádání provedené transakce v podobě zajištěné převodu investičních nástrojů a peněžních prostředků.“*[253] Provozovatel platformy by tak při prodeji participací zastupoval, přímo nebo nepřímo, poskytovatele úvěru, uzavíral na jeho účet jednotlivé smlouvy o prodeji participací, inkasoval za jejich nabytí investory úplatu a tyto peněžní prostředky, po odečtení své odměny za tuto svou činnost, poukázal poskytovateli úvěru. I k poskytování této činnosti bude provozovatel platformy nucen disponovat povolením od ČNB dle § 4a ZPKT.

[250] Takto konstruovaná pravidla pro výjimku z nutnosti disponování předmětným povolením vychází z čl. 2 odst. 1 písm. d) MiFID II, v návaznosti na recitál 18 a 20 preambule MiFID II.
[251] K bližšímu výkladu těchto investičních služeb rovněž viz podkapitola 2.3.3 této práce.
[252] HUSTÁK, Zdeněk a Aleš SMUTNÝ. *Investiční služby a nástroje po rekodifikaci*. 1. vyd. Praha: C.H. Beck, 2016, s. 82. ISBN 978-80-7400-533-6.
[253] HOBZA, Martin. *Investiční služby v právní teorii a praxi*. 1. vyd. Praha: Leges, 2017, s. 61. ISBN 978-80-7502-225-7.

3.1.2.4 Dílčí závěr

Klasické participace nespadají do působnosti Nařízení o crowdfundingu. Tento závěr lze z mého pohledu považovat za odůvodněný a správný. Jakou právní úpravou se však crowdfundingové platformy s tímto obchodním modelem řídí, představuje otázku, na kterou jednoznačná a ze strany ČNB akcep tovaná odpověď zatím absentuje. Ve vztahu k Nařízení o crowdfundingu byla představena argumentace pro kvalifikaci prodeje a nabývání klasických participací jako tichého postupování pohledávek. V případě, že v budoucnu dojde k novelizaci Nařízení o crowdfundingu a rozšíření jeho působnosti o modely postavené na zprostředkování finančních pohledávek, a to včetně postoupení nebo prodeje pohledávek z úvěrů investorům, měly by i modely s klasickými participacemi spadat do působnosti Nařízení o crowdfundingu. Tímto by došlo k pomyslnému sjednocení v praxi nejpoužívanějších modelů úvěrového crowdfundingu pod jednu licenci, tedy licenci dle Nařízení o crowdfundingu.

Zároveň však v současné chvíli nelze pominout již existující sektorovou finanční regulaci dle MiFID II, resp. ZPKT. Klasické participace mohou být kvalifikovány jako finanční deriváty, a tedy investiční nástroje ve smyslu § 3 ZPKT. Důsledkem této kvalifikace klasických participací se dostáváme do robustní úpravy dle ZPKT, přičemž činnosti poskytované provozovatelem platformy budou považovány za hlavní investiční službu dle § 4 odst. 2 ZPKT. K poskytování hlavních investičních služeb musí daný subjekt disponovat povolením ČNB dle § 4a ZPKT, neboť poskytování těchto služeb bez patřičného povolení představuje skutkovou podstatu přestupku dle § 162 odst. 1 písm. a) ZPKT.

Byť provozovatelům platforem s klasickými participacemi neustálenost v právní povaze klasických participací bude spíše vyhovovat a lze z pragmatických důvodů očekávat, že jejich představitelé se budou vyjadřovat v neprospěch jejich kvalifikace jakožto finančních derivátů, a tedy v neprospěch podřazení jejich činnosti pod regulaci dle ZPKT, lze mít o tomto závěru důvodné pochybnosti. S ohledem na princip ochrany investorů z řad veřejnosti (drobní, retailoví investoři), který lze považovat za vůdčí myšlenku celé finanční regulace[254], se zdá být odůvodněnější spíše závěr, že klasické participace jsou investičními nástroji a činnost provozovatele takové platformy spadá do působnosti regulace dle ZPKT. Tímto by bylo docíleno zvýšení ochrany investorů investujících své peněžní prostředky na těchto platformách, a to dvojím způsobem. Buďto by provozovatel platformy podléhal regulaci ZPKT a disponoval potřebným povolením k poskytování hlavních investičních služeb nebo by změnil svůj obchodní model na

[254] HOBZA, Martin. *Investiční služby v právní teorii a praxi*. 1. vyd. Praha: Leges, 2017, s. 8. ISBN 978-80-7502-225-7.

takový, který spadá do působnosti Nařízení o crowdfundingu a byl by nucen disponovat příslušným povolením a vyhovět veškerým povinnostem kladeným na poskytovatele služeb skupinového financování ve smyslu čl. 2 odst. 1 písm. e) Nařízení o crowdfundingu.[255]

3.2 Smíšený model úvěrového crowdfundingu – postupování pohledávek

Vzhledem k možné kvalifikaci klasických participací představené v předcházející kapitole jako tzv. tichého postupování pohledávek, na které se nevztahuje Nařízení o crowdfundingu, u obchodního modelu „transparentně přiznaného" postupování pohledávek nelze než učinit závěr, že na tento obchodní model se nevztahuje Nařízení o crowdfundingu. Současně se domnívám, že zde není prostor pro podřazení tohoto obchodního modelu pod ZPKT, neboť postoupení (prodej) pohledávky nepředstavuje žádný z investičních nástrojů dle § 3 ZPKT.

Nezbývá tedy než doufat, že v dohledné době dojde k rozšíření působnosti Nařízení o crowdfundingu i na obchodní model s postupováním pohledávek a povinnost disponovat povolením dle Nařízení o crowdfundingu se tak bude vztahovat na všechny představené obchodní modely úvěrového crowdfundingu.

Závěrem považuji ještě za vhodné uvést, že závěry obsažené v podkapitole 3.1.1 této práce týkající se (ne)aplikace § 98 ZISIF na obchodní model klasických participací považuji za použitelné rovněž na obchodní model s postupováním pohledávek.

3.3 Spotřebitelský crowdfunding

Činnost platforem, které zprostředkovávají poskytnutí úvěru dlužníkům-spotřebitelům, nespadá do působnosti Nařízení o crowdfundingu. Právní úpravě dopadající na tyto obchodní modely se věnuje následující kapitola.

3.3.1 Směrnice CCD a MCD, ZSÚ

Poskytování úvěrů dlužníkům v pozici spotřebitelů je upraveno na úrovni unijního práva ve směrnicích CCD a MCD. Jakým způsobem dopadá regulace těchto směrnic, resp. národních právních úprav tyto směrnice transponující, závisí na obchodním modelu dané crowdfundingové platformy. Jedná se tedy zejména o to, v jaké pozici vystupuje při úvěrovém crowdfundingu poskytovaném financování investor a v jakém platforma. Tato role se liší v závislosti na tom, jestli platforma provozuje model centralizovaný, nebo decentralizovaný, případně jejich modifikaci.

[255] Nutno však podotknout, že v případě změny obchodního modelu na model s postupováním pohledávek docílí provozovatel platformy stavu, kdy se vědomě vyhne regulaci jak dle ZPKT, tak dle Nařízení o crowdfundingu.

Dle čl. 3 písm. c) CCD se úvěrovou smlouvou rozumí *„smlouva, na jejímž základě věřitel poskytuje nebo slibuje poskytnout spotřebiteli úvěr ve formě odložené platby, půjčky nebo jiné podobné finanční služby, s výjimkou smluv o průběžném poskytování služeb nebo dodávání zboží stejného druhu, kdy spotřebitel za tyto služby nebo zboží po dobu jejich poskytování nebo dodávání platí ve splátkách“.* Dle definice CCD je úvěrem spadajícím do její působnosti takový úvěr, který poskytuje dlužníku-spotřebiteli věřitel-podnikatel. Dle § 2 odst. 1 ZSÚ je pak spotřebitelským úvěrem *„odložená platba, peněžitá zápůjčka, úvěr nebo obdobná finanční služba poskytovaná nebo zprostředkovaná spotřebiteli.“*

Jak dle směrnice CCD, tak dle MCD se věřitelem rozumí *„fyzická nebo právnická osoba, která v rámci své živnosti, podnikání nebo povolání poskytuje nebo slibuje poskytnout úvěr“* spadající do působnosti směrnice.[256] Dle § 3 odst. 2 písm. a) ZSÚ jako transpozice těchto směrnic do českého právního řádu se věřitelem rozumí *„poskytovatel nebo osoba, která nabyla pohledávku za spotřebitelem ze smlouvy o spotřebitelském úvěru“,* přičemž dle § 3 odst. 1 písm. d) ZSÚ se poskytovatelem rozumí ten, *„kdo jako podnikatel poskytuje spotřebitelský úvěr“*.

Osobou poskytující spotřebitelský úvěr tak může být taková osoba, která jej poskytuje v rámci své podnikatelské činnosti. Provozovatel crowdfundingové platformy pak bude poskytovatelem spotřebitelského úvěru v centralizovaném (participačním) modelu úvěrového crowdfundingu. V tomto modelu samotný úvěr poskytuje provozovatel dané crowdfundingové platformy a následně s investory uzavírá *smlouvy o participaci* na úvěru.

Aby bylo provozovateli crowdfundingové platformy umožněno poskytovat spotřebitelům úvěry, musí být jednou z osob taxativního výčtu § 7 ZSÚ, přičemž u crowdfundingových platforem neprovozovaných bankami dle § 7 písm. a) ZSÚ přichází v úvahu poskytování spotřebitelských úvěrů jakožto *nebankovní poskytovatel spotřebitelského úvěru* dle § 7 písm. g) ZSÚ. Nebankovním poskytovatelem spotřebitelského úvěru je dle § 9 ZSÚ právnická osoba disponující oprávněním uděleným ČNB k této činnosti.

V centralizovaném crowdfundingovém modelu se tak v daném ohledu situace nejeví jako problematická. Činnost provozovatele crowdfundingové platformy poskytujícího vlastním jménem na vlastní účet spotřebitelům úvěr, na jehož výnosech a ztrátách nechá následně investory participovat na základě smlouvy o participaci, bude spadat do působnosti směrnice CCD, resp. ZSÚ a tento provozovatel platformy musí být osobou oprávněnou k poskytování

[256] Čl. 3 písm. b) CCD a čl. 4 odst. 2 MCD.

spotřebitelského úvěru, v případě nebankovního poskytovatele tedy nositelem oprávnění dle § 9 ZSÚ.[257]

Obdobný závěr dle mého názoru bude platit pro modifikovaný decentralizovaný model, kdy úvěr poskytuje provozovatel platformy jakožto nepřímý zástupce investorů na základě komisionářské smlouvy. Peněžní prostředky jsou sice z materiálního hlediska poskytovány investory, smlouvu o úvěru s dlužníkem však uzavírá svým jménem provozovatel platformy. Vůči dlužníkovi tak vykonává práva a povinnosti ze smlouvy o úvěru samotný provozovatel, který tak splňuje definici věřitele dle čl. 3 písm. b) CCD, resp. poskytovatele dle § 3 odst. 1 písm. d) ZSÚ. Takovouto smlouvou o úvěru by tedy bylo v zájmu spotřebitele třeba posoudit jako smlouvu o spotřebitelském úvěru uzavřenou se spotřebitelem na straně poskytovatele přímo provozovatelem P2P platformy.[258]

V daném ohledu však může být problematický klasický decentralizovaný model úvěrového crowdfundingu, kdy jednotliví investoři poskytují peněžní prostředky na základě smlouvy o úvěru uzavřené přímo mezi investorem a dlužníkem. Aby poskytování úvěru spotřebiteli spadalo do působnosti směrnice CCD, resp. ZSÚ, osoba poskytující peněžní prostředky musí jednat v rámci své podnikatelské činnosti. Tato podmínka bude splněna v případě, kdy prostřednictvím platformy poskytují úvěry „institucionální investoři“, kteří úvěry poskytují jako podnikatelé.

Situace však bude odlišná v případech, kdy jsou jednotlivými investory poskytujícími peněžní prostředky dlužníku-spotřebiteli fyzické osoby, které tyto prostředky poskytují v rámci svých osobních investičních plánů, a nikoliv v rámci podnikatelské činnosti. Investor tak neposkytuje ani neslibuje poskytnout úvěr dlužníku-spotřebiteli v rámci své „živnosti, podnikání nebo povolání“ ve smyslu definice věřitele dle čl. 3 písm. b) CCD. V tomto případě je v pozici spotřebitele jak dlužník jako osoba poptávající peněžní prostředky, tak investor jako osoba poskytující tyto peněžní prostředky.

Vzhledem k tomu, že dle čl. 3 písm. c) CCD je pojmovým znakem „úvěrové smlouvy“ její uzavření věřitelem-podnikatelem ve smyslu čl. 3 písm. b) CCD, úvěrový crowdfunding, ve kterém jsou peněžní prostředky poskytnuty ze strany investora-spotřebitele dlužníku-spotřebiteli, nespadá

[257] EUROPEAN BANKING AUTHORITY. *Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding* [online]. EBA, 2015, s. 32 [cit. 28.08.2022]. Dostupné z: https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/983359/f6106173-dc94-4d22-ade8-d40fce724580/EBA-Op-2015-03%20%28EBA%20Opinion%20on%20lending%20based%20Crowdfunding%29.pdf?retry=1

[258] SLANINA, Jan et al. *Zákon o spotřebitelském úvěru: komentář*. 1. vyd. Praha: C.H. Beck, 2017, s. 9. ISBN 978-80-7400-645-6.

do působnosti CCD. Absence úvěrové smlouvy ve smyslu čl. 3 písm. c) CCD má rovněž za důsledek, že provozovatel platformy nemůže být klasifikován jako „zprostředkovatel úvěru“ dle čl. 3 písm. f) CCD, byť by jím poskytovaná činnost materiálně v ostatních ohledech této definici odpovídala.

V aktuální odborné literatuře k Nařízení o crowdfundingu se lze v tomto ohledu setkat s názorem, že činnost provozovatele úvěrové crowdfundingové platformy, jejímž prostřednictvím je uzavřena smlouva, na základě které investoři v postavení spotřebitelů poskytují peněžní prostředky dlužníkům rovněž v postavení spotřebitelů, by odůvodnila klasifikaci provozovatele crowdfundingové platformy jako věřitele ve smyslu čl. 3 písm. b) CCD.[259]

Důvody pro tento závěr mají spočívat zejména ve skutečnosti, že provozovatel platformy jejím prostřednictvím plní stěžejní roli při veškerých klíčových činnostech spojených s poskytnutím úvěru. Provozovatel platformy fakticky plní roli investora, když stanovuje smluvní podmínky úvěru jako je úroková sazba, splatnost a výše úvěru, poplatky spojené s úvěrem apod., připravuje pro investory a dlužníka smluvní dokumentaci a po poskytnutí úvěru dohlíží na plnění podmínek splácení. Provozovatel platformy tedy vykonává činnosti, které výrazně přesahují roli zprostředkovatele úvěru coby mezičlánku mezi investorem a dlužníkem. Ústřední role provozovatele platformy je zvýrazněna o to více při automatickém investování, které za investory provádí algoritmus provozovatele platformy, který rozhoduje o tom, do kterých projektů investor investuje své peněžní prostředky.[260]

Zda má být za dané situace provozovatel crowdfundingové platformy považován za věřitele dle čl. 3 písm. b) CCD, byl žádostí o rozhodnutí o předběžné otázce ve smyslu čl. 267 SFEU dotázán Finským Nejvyšším soudem Soudní dvůr EU. Otázka byla položena následovně:

„Musí být čl. 3 písm. b) [CCD] vykládán v tom smyslu, že za věřitele je třeba považovat i společnost poskytující na internetu podporu prodeje tzv. úvěrů peer-to-peer spotřebitelům, která vůči spotřebiteli vykonává právo určit úvěrové podmínky, jež obvykle přísluší věřiteli, třebaže prostředky pro poskytování úvěrů pocházejí od setrvale anonymních soukromých osob, a zůstávají odděleny od vlastních aktiv společnosti?“[261]

[259] EBERS, Martin a Benedikt QUARCH M. EU Consumer Law and the Boundaries of the Crowdfunding Regulation. In: ORTOLANI, Pietro a Marije LOUISSE, eds. *The crowdfunding regulation*. New York: Oxford University Press, 2021, s. 93–97. ISBN 978-0-19-285639-5.
[260] Ibid., s. 95–96.
[261] *Věc C-311/15: Žádost o rozhodnutí o předběžné otázce podaná Korkein oikeus (Finsko) dne 25. června 2015 – TrustBuddy AB v. Lauri Pihlajaniemi* [online]. 2015 [cit. 13.11.2022]. Dostupné z: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/?uri=CELEX:62015CN0311

Byť autoři uvedeného názoru zdůrazňují, že předmětná smlouva, na základě které je poskytnut úvěr, je uzavřena skutečně mezi investorem-spotřebitelem a dlužníkem-spotřebitelem, důsledkem čehož by klasifikace provozovatele platformy jakožto věřitele dle čl. 3 písm. b) CCD neměla vliv na sjednaná práva a povinnosti smluvních stran předmětné smlouvy, odpověď na předběžnou otázku položenou Soudnímu dvoru EU Finským Nejvyšším soudem je relevantní spíše z hlediska toho, jestli provozovatel platformy v tomto případě musí dodržovat předsmluvní informační povinnost dle čl. 5 a 10 CCD.[262]

Soudní dvůr EU bohužel neměl důsledkem úpadku provozovatele předmětné platformy *Trustbuddy* možnost se k položené předběžné otázce vyjádřit.[263] Autoři uvedeného názoru se nicméně domnívají, že odpověď na položenou předběžnou otázku (by) měla být kladná. Ačkoliv provozovatele platformy nelze považovat za zprostředkovatele úvěru dle čl. 3 písm. f) CCD, systémovým výkladem zaměřujícím se na účel a cíl CCD, kterým je dle recitálu 8 preambule CCD vytvořit *„dostatečný stupeň ochrany spotřebitele“* a *„optimální podmínky jak pro ty, kdo úvěr nabízejí, tak pro ty, kdo o něj žádají“* ve světle principu *effet utile* a principu účinné právní ochrany je zapotřebí vykládat působnost CCD široce tak, aby byla účinná ochrana spotřebitelů zaručena v co nejvíce případech.[264]

S uvedenou argumentační rovinou a klasifikací provozovatele platformy jako věřitele dle čl. 3 písm. b) CCD se ztotožňuji toliko v následujícím rozsahu. Znění položené předběžné otázky zahrnuje dle mého názoru podstatný aspekt spočívající v anonymitě investorů. Aby mohly být peněžní prostředky poskytnuty dlužníkovi prostřednictvím provozovatele platformy, aniž by dlužníci byli seznámeni s identifikací investorů poskytujících peněžní prostředky, provozovatel platformy bude vystupovat jako zástupce jednotlivých investorů. Uzavírání jednotlivých úvěrových smluv tak, aby byl úvěr poskytnut na účet investorů, kterým bude náležet potenciální výnos (typicky v podobě úroků), je možné docílit prostřednictvím smluvního vztahu mezi investorem a provozovatelem platformy obsahově odpovídajícímu komisi.

[262] EBERS, Martin a Benedikt QUARCH M. EU Consumer Law and the Boundaries of the Crowdfunding Regulation. In: ORTOLANI, Pietro a Marije LOUISSE, eds. *The crowdfunding regulation*. New York: Oxford University Press, 2021, s. 95. ISBN 978-0-19-285639-5.

[263] *Věc C-311/15: Usnesení předsedy Soudního dvora ze dne 23. října 2015 (žádost o rozhodnutí o předběžné otázce Korkein oikeus – Finsko) – TrustBuddy AB v. Lauri Pihlajaniemi* [online]. 2015 [cit. 13.11.2022]. Dostupné z: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/TXT/?uri=CELEX:62015CB0311

[264] EBERS, Martin a Benedikt QUARCH M. EU Consumer Law and the Boundaries of the Crowdfunding Regulation. In: ORTOLANI, Pietro a Marije LOUISSE, eds. *The crowdfunding regulation*. New York: Oxford University Press, 2021, s. 96. ISBN 978-0-19-285639-5.

Pokud tak má prostřednictvím crowdfundingové platformy probíhat poskytování úvěrů dlužníkům-spotřebitelům za současného zachování anonymity investorů vůči dlužníkovi, bude vyžadováno, aby provozovatel platformy vystupoval v pozici nepřímého zástupce investorů a uzavíral svým jménem na jejich účet úvěrové smlouvy. V této situaci tak bude provozovatel vykonávat soustavnou podnikatelskou činnost spočívající v poskytování úvěru spotřebitelům dle čl. 3 písm. b) CCD. Takto nastavený obchodní model bude spadat do působnosti CCD.

Je-li však obchodní model dané crowdfundingové platformy nastaven takovým způsobem, že platforma umožňuje spárovat nabídku a poptávku po poskytnutí úvěru spotřebiteli a mezi investorem-spotřebitelem a dlužníkem-spotřebitelem bude uzavřena prostřednictvím platformy dílčí smlouva o úvěru, nedomnívám se, že danou situaci lze podřadit do působnosti CCD.[265] Právní výklad příslušných ustanovení CCD, dle kterého je důsledkem neaplikovatelnosti ustanovení o zprostředkovateli úvěru dle čl. 3 písm. f) CCD na roli provozovatele platformy kvůli neexistenci věřitele ve smyslu čl. 3 písm. b) CCD nutné tohoto provozovatele platformy „povýšit" za účelem dosažení co nejvyšší ochrany dlužníka-spotřebitele na roli věřitele, považuji za přespříliš extenzivní. Aby tak poskytování úvěru dlužníkům-spotřebitelům spadalo do působnosti CCD, poskytovatel peněžních prostředků coby úvěru musí naplňovat znaky pro jeho klasifikaci jako věřitele dle čl. 3 písm. b) CCD.

3.3.2 Přestupková řízení ČNB

K nutnosti disponovat oprávněním dle ZSÚ jakožto národní transpozice CCD při poskytování úvěrů dlužníkům-spotřebitelům ze strany fyzických osob prostřednictvím online P2P platformy s decentralizovaným modelem se v minulosti vyjádřila ČNB v rámci přestupkových řízení vedených proti jednotlivým investorům a provozovatelům dvou platforem. Provozovatelům platformy byla za přestupek spočívající v porušení § 16 ZSÚ ve vazbě na § 3 odst. 1 písm. b) ZSÚ dle § 157 odst. 1 písm. e) ZSÚ, tedy za neoprávněné zprostředkování spotřebitelského úvěru, uložena pokuta. V prvním případě byla provozovateli uložena pokuta ve výši 1.400.000 Kč[266], v druhém případě 250.000 Kč[267].

[265] EUROPEAN BANKING AUTHORITY. *Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding* [online]. EBA, 2015, s. 31 [cit. 28.08.2022]. Dostupné z: https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/983359/f6106173-dc94-4d22-ade8-d40fce724580/EBA-Op-2015-03%20%28EBA%20Opinion%20on%20lending%20based%20Crowdfunding%29.pdf?retry=1

[266] Rozhodnutí České národní banky ze dne 14.03.2019, č. j. 2019/29265/570, sp. zn. Sp/2017/232/573.

[267] Rozhodnutí České národní banky ze dne 19.05.2022, č. j. 2022/50657/570, sp. zn. Sp/2020/165/573.

První provozovatel online P2P platformy www.unicredo.cz jejím prostřednictvím zprostředkoval uzavření úvěrových smluv mezi 11 investory a celkem 3259 spotřebiteli, na jejichž základě bylo těmto dlužníkům-spotřebitelům poskytnuto celkem 3525 spotřebitelských úvěrů v celkovém objemu 16.550.000 Kč. Z uvedených 11 investorů bylo 10 z nich fyzickými osobami a 1 z nich právnickou osobou. Pro posuzovanou problematiku jsou relevantní přestupková řízení vedená právě s fyzickými osobami.[268] Každý z 10 investorů-fyzických osob v průběhu sledovaného období od března do listopadu 2017 poskytl nejméně 300 spotřebitelských úvěrů v celkové výši přes 1.200.000 Kč.

Byť se tito investoři-fyzické osoby prezentovali jako pouze příležitostní investoři vlastních peněžních prostředků za účelem jejich zhodnocení, a nikoliv jako investoři poskytující peněžní prostředky v rámci podnikatelské činnosti[269], ČNB posoudila jejich činnost z materiálního hlediska se zohledněním pojmových znaků podnikání dle § 420 Občanského zákoníku. Činnost těchto investorů spočívala v postupném vkládání svých peněžních prostředků na platební účet vedený provozovatelem platformy a následném uzavírání smluv o zápůjčce ve smyslu § 2390 Občanského zákoníku s fyzickými osobami nejednajícími v rámci své podnikatelské činnosti nebo v rámci samostatného výkonu svého povolání. Tyto fyzické osoby byly v příslušných smlouvách o zápůjčce identifikovány jménem, příjmením, datem narození, rodným číslem a bydlištěm, tedy se jednalo o uzavírání smluv o zápůjčce s dlužníky-spotřebiteli ve smyslu § 419 Občanského zákoníku, na základě kterých poskytli investoři těmto spotřebitelům peněžité zápůjčky ve výši 1.000 Kč až 10.000 Kč.[270]

ČNB vyhodnotila činnost těchto investorů jako činnost, která naplňovala znaky podnikání dle § 420 Občanského zákoníku, dle kterého je podnikatelem ten, kdo *„samostatně vykonává na vlastní účet a odpovědnost výdělečnou činnost živnostenským nebo obdobným způsobem se záměrem činit tak soustavně za účelem dosažení zisku“*, přičemž soustavnost se vztahuje právě k záměru vykonávat danou činnost za účelem dosažení zisku. Podnikáním je tedy taková činnost, která vykazuje všechny následující pojmové znaky, tj. *„samostatnost, soustavnost, uskutečňování vlastním jménem, na vlastní odpovědnost, za účelem dosažení zisku. Pojmovým znakem podnikání je jeho soustavnost, tedy činnost prováděná opakovaně (nikoli jednorázově, příležitostně nebo*

[268] Přestupková řízení vedená ČNB pod sp. zn. Sp/2018/202/573 až Sp/2018/210/573 a Sp/2018/212/573.
[269] Rozhodnutí České národní banky ze dne 14.03.2019, č. j. 2019/29265/570, sp. zn. Sp/2017/232/573, bod 73.
[270] Ibid., bod 65.

nahodile). Přitom soustavnost podnikání neznamená, že by muselo jít o činnost nepřetržitou a trvalou. Může se např. jednat o činnost sezónní, činnost s určitými přestávkami apod.“ [271]

Právě na pojmový znak *soustavnosti* ve vztahu k uvedené činnosti investorů poskytujících své peněžité prostředky prostřednictvím předmětné platformy byl ze strany ČNB kladen zvláštní důraz, přičemž účastník řízení (provozovatel platformy) jeho existenci v případě investorů-spotřebitelů v daném případě (neúspěšně) rozporoval. Soustavnost takové činnosti neznamená, že ze strany podnikatele musí k jejímu výkonu docházet nepřetržitě nebo trvale, soustavnost není totožná s nepřetržitostí a trvalostí. Samotné posouzení soustavnosti činnosti je třeba posuzovat vždy ve vztahu ke konkrétnímu případu a s přihlédnutím k povaze dané činnosti.[272] Při posouzení znaku soustavnosti, jakožto opaku nahodilosti, dané činnosti je třeba zohlednit systematičnost předmětného (podnikatelského) úsilí, nikoliv samotný počet obchodů (rozsah činnosti), které se dané osobě podařilo uskutečnit.[273]

Investoři dle názoru ČNB poskytovali spotřebitelské úvěry pravidelně a ve velkém rozsahu, když každý z investorů měl v průběhu sledovaného období poskytnout měsíčně vždy nejméně 26 zápůjček 26 spotřebitelům. Jakkoliv dle názoru ČNB pravidelnost ani určitý (velký) rozsah činnosti, tedy rozsah investovaných prostředků, nejsou nezbytnými znaky podnikání a neshledání těchto rysů by v daném případě nemělo vliv na právní kvalifikaci jednání investorů[274], současně právě se zohledněním pravidelnosti a velkého rozsahu poskytování zápůjček (provádění investic prostřednictvím platformy) dospěla ČNB k uvedenému závěru o podnikatelském charakteru investorské činnosti investorů. Zaujatý právní názor ČNB je ostatně v souladu s recentním rozhodnutím Nejvyššího soudu, dle kterého je soustavností *„třeba rozumět zajištění pravidelného opakování činnosti, byť mezi jejími jednotlivými výkony mohou být i delší časové rozestupy ovlivněné například její sezónností“*.[275]

Investoři tak dle názoru ČNB prostřednictvím předmětné platformy uzavírali se spotřebiteli smlouvy o zápůjčce samostatně, soustavně, vlastním jménem a na vlastní odpovědnost za účelem dosažení zisku. Ve sledovaném období tak investoři naplnili pojmový znak podnikání spočívající v soustavnosti, tedy činnosti prováděné opakovaně, nikoliv tedy jednorázově, příležitostně nebo nahodile, a to za účelem dosažení zisku. Tuto činnost naplňující znaky poskytování

[271] Srov. rozsudek Nejvyššího správního soudu ze dne 17.12.2007, č. j. 1 Afs 87/2007–66.
[272] Rozsudek Nejvyššího soudu ze dne 22.04.2008, sp. zn. 22 Cdo 679/2007.
[273] SLANINA, Jan et al. *Zákon o spotřebitelském úvěru: komentář*. 1. vyd. Praha: C.H. Beck, 2017, s. 10. ISBN 978-80-7400-645-6.
[274] Rozhodnutí České národní banky ze dne 14.03.2019, č. j. 2019/29265/570, sp. zn. Sp/2017/232/573, bod 90; rovněž rozhodnutí bankovní rady České národní banky o rozkladu ze dne 10.06.2019, č.j. 019/065357/CNB/110, bod 14.
[275] Rozsudek Nejvyššího soudu ze dne 29.08.2019, sp. zn. 25 Cdo 5651/2017.

spotřebitelského úvěru dle § 3 odst. 1 písm. a) bod 4. (sjednání spotřebitelského úvěru) a bodu 5. (vykonávání práv a plnění povinností z takto sjednaných smluv o spotřebitelském úvěru) prováděli investoři prostřednictvím předmětné platformy, to vše bez příslušného oprávnění dle § 9 ZSÚ.

Provozovatel předmětné platformy pak důsledkem takto právně kvalifikované činnosti investorů coby poskytovatelů spotřebitelského úvěru naplnil znaky zprostředkování spotřebitelského úvěru dle § 3 písm. b) bod 1 až 5 ZSÚ jménem a na účet těchto investorů. Provozovatel platformy totiž 1. nabízel možnost sjednat spotřebitelský úvěr jménem a na účet těchto investorů coby poskytovatelů spotřebitelských úvěrů, 2. prováděl přípravné práce směřují ke sjednání spotřebitelského úvěru jménem a na účet těchto investorů, 3. předpokládal spotřebitelům návrhy na sjednání spotřebitelského úvěru jménem a na účet těchto investorů, 4. zprostředkovatel uzavření jednotlivých smluv o poskytnutí zápůjčky, na základě kterých byly spotřebitelům poskytnuty spotřebitelské úvěry a 5. vymáhal jménem těchto investorů splátky. Vzhledem k absenci oprávnění dle § 16 ZSÚ se ze strany daného provozovatele platformy jednalo o činnost neoprávněnou.

V uvedeném případě investorů poskytujících zápůjčky spotřebitelům prostřednictvím dané platformy se lze se závěry ČNB ztotožnit. Dle uvedených skutkových okolností lze nepochybně uzavřít, že jednotliví investoři naplnili znaky podnikání dle § 420 Občanského zákoníku.

V tomto případě posuzovaném ČNB se však jednalo o zcela evidentní a ze strany investorů excesivní situaci. Závěry uvedené v předmětném rozhodnutí, resp. rozhodnutích ČNB týkající této P2P platformy nám tak bohužel neposkytují návodnou odpověď na otázku, jaké investování prostřednictvím crowdfundingové platformy a poskytování úvěrů/zápůjček spotřebitelům již nelze považovat za příležitostné a nahodilé. Pouze příležitostnou a nahodilou, tedy nesoustavnou, činnost investorů by bylo možné aprobovat jako souladnou, resp. nerozpornou s ustanoveními ZSÚ.

V případě přestupkového řízení vedeného proti druhému provozovateli P2P platformy dostupné na stránkách www.skyloan.cz[276] se jednalo o situaci, kdy provozovatel této platformy vedl v seznamu potenciálních zapůjčitelů peněžních prostředků, tj. investorů, celkem 5 fyzických osob, avšak pouze u 1 z nich vyhodnotila ČNB jeho činnost jako podnikání. Tento investor poskytl celkem 182 spotřebitelských úvěrů celkem 175 spotřebitelům v souhrnné výši 1.848.860 Kč, čímž se sám dopustil přestupku neoprávněného poskytování spotřebitelského úvěru dle § 157 odst. 1

[276] Rozhodnutí České národní banky ze dne 19.05.2022, č. j. 2022/50657/570, sp. zn. Sp/2020/165/573.

písm. d) ZSÚ.[277] Důsledkem toho se svou činností provozovatel P2P platformy dopustil neoprávněného zprostředkování spotřebitelského úvěru dle § 157 odst. 1 písm. e) ZSÚ.

Zbývající 4 fyzické osoby-investoři ve sledovaném období 22 po sobě jdoucích měsíců *„poskytovali spotřebitelům p2p zápůjčky nahodile, nepravidelně a v malém rozsahu“*[278], tedy bez naplnění znaku soustavnosti. V tomto případě tedy ČNB vyhodnotila zcela konkrétní počet poskytnutých zápůjček a rozsah a četnost jejich poskytování ze strany fyzických osob-investorů jako nesoustavné a nenaplňující jeden z pojmových znaků podnikání. V předmětném rozhodnutí ČNB se bohužel neuvádějí žádné bližší údaje o počtu, rozsahu nebo četnosti poskytování zápůjček ze strany těchto investorů. Není tedy zřejmé, jaká investorská činnost v daném případě ještě nepřekročila „práh“ podnikatelské činnosti.

Na tomto případě stojí za povšimnutí ještě skutečnost, že provozovatel této P2P platformy před započetím své činnosti měl neformálně konzultovat nutnost disponovat oprávněním ke zprostředkování spotřebitelských úvěrů dle § 16 ZSÚ přímo se zaměstnanci ČNB před podáním žádosti o licenci pro poskytování platebních služeb malého rozsahu ve smyslu § 58 Zákona o platebním styku. Ze strany zaměstnanců ČNB mu mělo být sděleno, že jím popsaná činnost nevyžaduje oprávnění dle § 16 ZSÚ, a to za předpokladu, že investoři na P2P platformě nebudou podnikateli. Za tímto účelem provozovatel P2P platformy do svého obchodního plánu na výslovný požadavek ČNB v rámci licenčního řízení pro poskytování platebních služeb malého rozsahu doplnil ustanovení, jakým způsobem bude posuzovat naplnění definičních znaků podnikatele u jednotlivých investorů.

Provozovatel P2P platformy zvolil jako kritérium pro posouzení naplnění těchto definičních znaků toliko kritérium zisku, resp. smluvně zajištěného příjmu investora z úroků poskytnutých P2P zápůjček. Provozovatel platformy nastavil interně tuto limitní hodnotu na částku odpovídající v daném kalendářním měsíci výši minimální mzdy. Byť provozovatel platformy v přestupkovém řízení opakovaně poukazoval na tento kontrolní mechanismus, tento byl ze strany ČNB odmítnut s tím, že ignoruje pojmové znaky podnikání dle § 420 Občanského zákoníku i relevantní soudní judikaturu.

Je tedy evidentní, že pouhé zaměření se na kritérium celkového dosaženého zisku z poskytnutých zápůjček bez zohlednění ostatních aspektů investorské činnosti není dostatečné a neobstojí při posouzení souladu činnosti s ustanoveními ZSÚ. V tuto chvíli tak stále zůstává

[277] Rozhodnutí České národní banky ze dne 19.05.2022, č. j. 2022/50697/570, sp. zn. Sp/2020/181/573.
[278] Rozhodnutí České národní banky ze dne 19.05.2022, č. j. 2022/50657/570, sp. zn. Sp/2020/165/573, bod 20.

nevyjasněna otázka, jaké investování investorů prostřednictvím crowdfundingové platformy dlužníkům-spotřebitelům lze považovat ještě za souladné s ZSÚ a jaké již nikoliv. Je tedy nutné na fyzickou osobu, která na měsíční/kvartální bázi investuje své volné peněžní prostředky prostřednictvím crowdfundingové platformy zprostředkující poskytnutí těchto prostředků dlužníku-spotřebiteli hledět jako na podnikatele, a tedy poskytovatele spotřebitelského úvěru dle § 3 odst. 1 písm. d) ZSÚ? Samotná výše poskytovaných peněžních prostředků by zřejmě zohledňována být neměla, neboť výše poskytovaného plnění jakožto rozsah prováděné činnosti není pojmovým znakem podnikání dle § 420 Občanského zákoníku. Zároveň ZSÚ nepřebral dřívější ustanovení § 2 písm. e) předchozího zákona o spotřebitelském úvěru, tedy zákona č. 145/2010 Sb., o spotřebitelském úvěru a o změně některých zákonů, dle kterého byly úvěry do výše 5.000 Kč poskytnuté spotřebiteli za období 12 měsíců vyňaty z působnosti tohoto zákona.

Odpověď na uvedenou otázku tedy bude záviset primárně na posouzení toho, jakou, byť nepravidelnou, činnost investorů bude ještě možné považovat za nahodilou a tím pádem za nikoliv soustavnou a jakou již nikoliv. Rozsah celkově poskytnutého peněžitého plnění může sloužit jako podpůrný argument, který bude zpravidla korelovat s počtem poskytnutých úvěrů. Osobně jsem toho názoru, že na investory investující častěji než např. jedenkrát za čtvrtletí, což bych si zde osobně dokázal představit jako hranici nahodilosti, bude třeba hledět spíše jako na podnikatele, a tedy na poskytovatele spotřebitelského úvěru dle ZSÚ, a to za účelem zachování ochrany dlužníků-spotřebitelů.

S nutností disponovat oprávněním dle § 7 ZSÚ a § 16 ZSÚ při poskytování, resp. zprostředkování úvěrů dlužníkům-spotřebitelům prostřednictvím P2P platforem se pojí ještě následující problematika, a to problematika samotné definice spotřebitelského úvěru dle ZSÚ. Jak již bylo řečeno v úvodu této kapitoly, spotřebitelským úvěrem se dle § 2 odst. 1 ZSÚ rozumí *„odložená platba, peněžitá zápůjčka, úvěr nebo obdobná finanční služba poskytovaná nebo zprostředkovaná spotřebiteli“*. Samotné *poskytování* a *zprostředkování* je definováno v § 3 odst. 1 písm. a) a b) ZSÚ tím, že se jedná o činnosti vztahující se ke spotřebitelskému úvěru. Tímto se celá definice spotřebitelského úvěru stává definicí kruhem. Současně *poskytovatelem* dle § 3 odst. 1 písm. d) ZSÚ a *zprostředkovatelem* dle § 3 odst. 1 písm. e) ZSÚ jsou osoby, které jakožto podnikatelé poskytují, resp. zprostředkovávají spotřebitelský úvěr. Spotřebitelským úvěrem je tedy taková odložená platba, peněžitá zápůjčka, úvěr nebo obdobná finanční služba poskytovaná nebo zprostředkovaná podnikatelem spotřebiteli.

Dle důvodové zprávy k ZSÚ se jedná o spotřebitelský úvěr vždy, *„pokud je věřitelem ze smlouvy, ve které se sjednává spotřebitelský úvěr, poskytovatel. Stejně tak se jedná o spotřebitelský úvěr, pokud v procesu úvěrování spotřebitele vystupuje jako prostředník zprostředkovatel. V takovém případě jde o spotřebitelský úvěr, i když věřitelem ze smlouvy, ve které se tento úvěr sjednává, není poskytovatel (ve výše uvedeném smyslu).“*[279] Působnost ZSÚ se tak nad rámec CCD a MCD vztahuje i na smlouvy, u kterých úvěrující osobou sice není podnikatel, avšak zprostředkovatelem je podnikatel. Tato právní úprava má cílit mj. právě na působení P2P platforem, *„které zprostředkovávají zápůjčky či úvěry mezi jednotlivými fyzickými osobami s předpokladem, že ani jedna ze stran smlouvu nesjednává v rámci svého podnikání (na straně „investorů“ je tato podmínka dokonce někdy stanovována smluvně).“*[280]

Dá se tedy říct, že pokud je úvěr/zápůjčka poskytovaná spotřebiteli, tak i v případě P2P platforem půjde o spotřebitelský úvěr, a to bez ohledu na model fungování dané platformy. U decentralizovaného modelu se tedy obecně jeví činnost provozovatele platformy jako činnost naplňující definici zprostředkování spotřebitelského úvěru. Tato skutečnost by odůvodňovala nutnost provozovatele platformy disponovat příslušným oprávněním, na tomto místě připadá v úvahu oprávnění samostatného zprostředkovatele ve smyslu § 17 ZSÚ.[281]

Byť bude provozovatel P2P nepochybně provozovat svou činnost jako podnikatel ve smyslu § 420 Občanského zákoníku, závěr o nutnosti disponovat oprávněním coby (samostatného) zprostředkovatele spotřebitelského úvěru se nejeví přesvědčivým. Z definice činností, které se rozumí zprostředkováním spotřebitelského úvěru, dle mého názoru vyplývá, že zprostředkovatelská činnost je buďto konána jménem a na účet poskytovatele, nebo jménem a na účet spotřebitele, avšak s tím, že spotřebiteli je spotřebitelský úvěr poskytnut právě poskytovatelem. Dá se tedy říct, že ZSÚ rozumí zprostředkováním jako zprostředkování pro poskytovatele spotřebitelského úvěru ve smyslu ZSÚ.[282]

Investoři poskytující spotřebitelům své peněžní prostředky jako úvěry/zápůjčky prostřednictvím P2P platformy však budou poskytovateli spotřebitelského úvěru ve smyslu § 3 odst. 1 písm. d) ZSÚ pouze v situaci, kdy kumulativně naplní pojmové znaky podnikání dle

[279] Důvodová zpráva k zákonu č. 257/2016 Sb., o spotřebitelském úvěru. *Psp.cz* [online]. 2016, s. 105 [cit. 09.07.2023]. Dostupné z: https://www.psp.cz/sqw/text/orig2.sqw?idd=124543
[280] SLANINA, Jan et al. *Zákon o spotřebitelském úvěru: komentář*. 1. vyd. Praha: C.H. Beck, 2017, s. 8–9. ISBN 978-80-7400-645-6.
[281] KLAMO, Josef. P2P lending z pohledu českého finančního práva. In: PICHRT, Jan, Radim BOHÁČ a Jakub MORÁVEK, eds. *Sdílená ekonomika - sdílený právní problém?* 1. vyd. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2017, s. 177. ISBN 978-80-7552-874-2.
[282] Ibid.

§ 420 Občanského zákoníku. Jak již bylo uvedeno výše, bude se jednat zejména o posouzení kritéria *soustavnosti* dané činnosti investorů. V tomto duchu vyznívají i závěry obsažené v rozhodnutích v přestupkových řízeních vedených proti uvedeným P2P platformám. V těch bylo ze strany ČNB sankcionováno neoprávněné, tedy bez disponování příslušného oprávnění dle ZSÚ, vždy současné zprostředkování spotřebitelských úvěrů provozovatelem dané P2P platformy a poskytování spotřebitelských úvěru ze strany investorů. ČNB v přestupkovém řízení vedeném proti provozovateli P2P platformy na www.skyloan.cz výslovně uvedla vědomost o dalších investorech poskytujících zápůjčky dlužníkům-spotřebitelům, avšak tyto z důvodu neshledání soustavnosti v jejich činnosti neuvedla ve výroku rozhodnutí proti provozovateli platformy.

V rozhodnutí proti provozovateli této platformy ČNB dále uvádí, že neformální ujištění ze strany pracovníků ČNB o nepotřebnosti provozovatele platformy disponovat oprávněním zprostředkovatele spotřebitelských úvěrů mohlo být na místě, pokud bylo součástí obchodního plánu, že zapůjčiteli peněžních prostředků budou fyzické osoby-nepodnikatelé a provozovatel platformy bude kontrolovat činnosti *„zapůjčitele s ohledem na platné právní předpisy za účelem nepřekročení prahu podnikatelské činnosti u zapůjčitele“*[283] V daném rozhodnutí se dokonce výslovně uvádí, že *„[ú]častník řízení tak byl dle bankovní rady Českou národní bankou dostatečně informován o povinnosti mít oprávnění k činnosti zprostředkovatele spotřebitelských úvěrů v situaci, pokud by některý ze zapůjčitelů byl podnikatelem.“*[284]

Z výše uvedeného tedy vyplývá, že nutnost provozovatele P2P platformy disponovat oprávněním coby zprostředkovatel spotřebitelského úvěru je dána toliko v situaci, kdy investor-fyzická osoba poskytuje peněžní prostředky dlužníkům-spotřebitelům jako podnikatel. Pokud tedy investor-fyzická osoba naplňuje definiční znaky podnikatele dle § 420 Občanského zákoníku, je povinen disponovat příslušným oprávněním a v případě jeho absence se dopouští přestupku § 157 odst. 3 písm. c) ZSÚ.

Pro provozovatele P2P platformy je tedy stěžejní mít nastaveny a dodržovat takové kontrolní mechanismy, aby investoři-fyzické osoby nepřekročili svým jednáním „práh podnikání“. Pro provozovatele platformy by tak bylo v rámci preventivních opatření vhodné zvážit obstarání oprávnění zprostředkovatele spotřebitelského úvěru právě pro případy selhání daných kontrolních

[283] Rozhodnutí bankovní rady České národní banky o rozkladu ze dne 25.08.2022, č. j. 2022/84730/CNB/110, sp.zn. Sp/2020/165/573, bod 41.
[284] Ibid., bod. 43.

mechanismů. Selháním těchto mechanismů se provozovatel platformy nedisponující oprávněním zprostředkovatele spotřebitelského úvěru dopouští přestupku dle § 157 odst. 1 písm. e) ZSÚ.

Při provozování P2P platformy zpravidla nespočívají činnosti poskytované jejím provozovatelem pouze v samotném umožnění uzavření smlouvy o úvěru/zápůjčce mezi investorem a dlužníkem. Provozovatel platformy bude zpravidla provádět přijímání peněžních prostředků od dlužníka a jejich přerozdělování investorům. Rovněž bude provozovatel platformy investory zmocněn k vymáhání pohledávek ze smluv o úvěru/zápůjčky v případě prodlení s jejich úhradou. Provozovatel platformy tak většinou bude pro investory vykonávat správu jejich provedených investic.

Správu pohledávek platforma nepochybně bude provádět za naplnění znaků dle § 420 Občanského zákoníku jakožto podnikatel. Za tuto činnost bude provozovatel P2P platformy od investorů zpravidla průběžně inkasovat v nějaké fázi odměnu. V této situaci je nutné posoudit, jestli tato činnost správy pohledávek nebude po provozovateli P2P platformy vyžadovat disponování oprávněním k poskytování či zprostředkování spotřebitelského úvěru dle ZSÚ.

Při hledání odpovědi na položenou otázku lze přiměřeně vyjít ze stanoviska ČNB zveřejněného krátce před nabytí účinnosti ZSÚ, které se týká nutnosti disponovat oprávněním k poskytování nebo zprostředkování spotřebitelských úvěrů při postoupení pohledávky ze smlouvy o spotřebitelském úvěru, samotné smlouvy o spotřebitelském úvěru a uzavírání dohod o odložení platby ze smlouvy o spotřebitelském úvěru.[285] V uvedeném stanovisku ČNB uzavírá, že pokud dochází ze strany třetí osoby k *prostému vymáhání pohledávek* včetně jejich příslušenství ze smlouvy o úvěru jménem a na účet jejího (původního) věřitele, nejedná se ze strany této třetí osoby o provádění činnosti regulované dle ZSÚ. Tato činnost je považována za prostou správu majetku a pokud v rámci vymáhání nedochází k uzavírání dohod o odložení platby spadajících do působnosti ZSÚ, nelze na ni nahlížet jako na podnikatelskou činnost vyžadující oprávnění k poskytování nebo zprostředkování spotřebitelského úvěru.[286]

Uvedené stanovisko ČNB pracuje se situací, kdy s dlužníkem-spotřebitelem byl poskytovatelem uzavřen spotřebitelský úvěr ve smyslu ZSÚ. Za takové situace by však po třetí osobě provádějící správu a vymáhání pohledávek ze spotřebitelských úvěrů nebylo vyžadováno

[285] ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. K postoupení pohledávky, postoupení smlouvy a uzavírání tzv. splátkových dohod podle zákona č. 257/2016 Sb., o spotřebitelském úvěru. In: *Cnb.cz* [online]. 8. 11. 2016 [cit. 01.07.2023]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2016-10/

[286] Ibid.

oprávnění k poskytování nebo zprostředkování spotřebitelských úvěru dle ZSÚ. Pokud ani za této situace není vyžadováno oprávnění dle ZSÚ, v situaci provozovatele P2P platformy, prostřednictvím které dochází k poskytování úvěrů/zápůjček dlužníkům-spotřebitelům ze strany věřitelů-spotřebitelů, tedy nedochází k poskytování spotřebitelských úvěru ve smyslu ZSÚ, závěr by měl být obdobný. Po provozovateli P2P platformy, která spravuje pohledávky ze smluv o zápůjčce/úvěru, přijímá plnění od dlužníků a dále je poukazuje ve prospěch investorů a případně vymáhá pohledávky jménem a na účet těchto investorů, by nemělo být za současného znění ZSÚ vyžadování povolení k poskytování nebo zprostředkování spotřebitelských úvěrů. Navíc, ani v rámci uvedených přestupkových řízení s provozovateli P2P platforem opačný závěr nebyl přijat, byť tito provozovatelé platforem správu investic investorům poskytovali. Provozovatelé se dopouštěli nezákonného zprostředkování spotřebitelského úvěru v návaznosti na jejich nezákonné poskytování ze strany investorů, kteří svou činností naplnili znaky podnikání dle § 420 Občanského zákoníku.

Z výše uvedeného vyplývá, že současný stav právní úpravy vztahující se k poskytování úvěrů/zápůjček dlužníkům-spotřebitelům nedopadá na všechny v praxi využívané obchodní modely. *De lege ferenda* považuji za vhodné rozšířit působnost Nařízení o crowdfundingu o poskytování úvěrů vlastníkům projektů-spotřebitelům tak, aby byla investorům poskytnuta ochrana, za současného zohlednění specifik vyplývajících z pozice takového vlastníka projektu-spotřebitele, která již vyplývají ze směrnic CCD a MCD, resp. ZSÚ.

Závěr

Přijetím Nařízení o crowdfundingu došlo na unijní úrovni ke stanovení doposud neexistujících pravidel pro činnost provozovatelů crowdfundingových platforem finančního crowdfundingu. Nařízení o crowdfundingu se vztahuje pouze na jeden ze dvou druhů crowdfundingu, a to na crowdfunding finanční. Crowdfunding nefinanční zůstává mimo zájem unijního normotvůrce. Vymezením působnosti Nařízení o crowdfundingu unijní normotvůrce nově stanovuje pravidla pro provozování obou typů finančního crowdfundingu, tedy úvěrového i investičního. Právě však způsobem vymezení působnosti Nařízení o crowdfundingu vzniká otázka, jaké obchodní modely, které jsou v praxi již využívané, spadají do jeho působnosti a jaké nikoliv. Současně na to navazuje otázka, jaká právní úprava dopadá na platformy s těmi obchodními modely, které stojí mimo působnost Nařízení o crowdfundingu.

Ve vztahu k úvěrovému crowdfundingu obsahuje Nařízení o crowdfundingu vlastní definici úvěru. Tato definice zahrnuje podmínku bezpodmínečnosti závazku dlužníka (vlastníka projektu) splatit investorovi zpět poskytnutou peněžní částku, dále podmínku existence splátkového kalendáře pro způsob splácení poskytnutých peněžních prostředků, a nakonec podmínku úročení poskytnutých peněžní prostředků. Z definice úvěru vyplývá, že do působnosti Nařízení o crowdfundingu nebudou spadat takové obchodní modely, ve kterých platformy umožňují poskytnutí úvěrů investory dlužníkům, jejichž splacení závisí na naplnění dalších podmínek, např. splacení již jiného existujícího úvěru dlužníka třetí osobě. Umožnění poskytování tzv. podřízených úvěrů prostřednictvím crowdfundingové platformy tak nespadá do působnosti Nařízení. Současně poskytnuté peněžní prostředky musí být investory poskytnuty úplatně, tedy se sjednaným úrokem, a vráceny dle sjednaného splátkového kalendáře. Stran povahy splátkového kalendáře jsem dospěl k závěru, že stěžejní je materiální podoba splátkového kalendáře představující předem dohodnutý způsob splacení poskytnutého úvěru, nikoliv existence výslovného rozpisu jednotlivých splátek.

Z představených obchodních modelů úvěrového crowdfundingu spadá do působnosti Nařízení o crowdfundingu bez důvodných pochybností základní decentralizovaný model. V jeho rámci jsou peněžní prostředky ze strany investorů poskytnuty dlužníkovi na základě dílčích smluv o úvěru, přičemž každý z investorů účastnících se na platformě financovaném projektu poskytuje dlužníkovi vlastní úvěr na základě smlouvy o úvěru uzavřené přímo mezi investorem a dlužníkem. Provozovatel platformy figuruje jako prostředník této transakce

a není stranou smlouvy o úvěru, která by jednala vlastním jménem na vlastní účet. Provozovatel platformy však může uzavírat smlouvy o úvěru v přímém zastoupení dlužníka.

Modifikací základního modelu úvěrového crowdfundingu může být obchodní model s věřitelskou solidaritou, ve kterém je stranou smlouvy o úvěru i samotný provozovatel platformy jednající vlastním jménem a na vlastní účet. Provozovatel platformy vystupuje spolu s investory v jednotlivých dílčích smlouvách o úvěru vždy na straně úvěrujícího, a to zejména za účelem získání pozice umožňující zřízení zajištění dluhů ze smluv o úvěru. Další modifikaci představuje komisionářský model. V tomto modelu provozovatel platformy jedná jako nepřímý zástupce všech investorů účastnících se financovaného projektu, a to jako komisionář na základě komisionářské smlouvy uzavřené s investory jakožto komitenty. Provozovatel platformy uzavírá s dlužníkem smlouvu o úvěru vlastním jménem, avšak na účet jednotlivých investorů, kteří mu k investici do konkrétního projektu udělili pokyn a poskytli k tomu své peněžní prostředky. Přímý vztah mezi jednotlivými investory a dlužníkem zde nevzniká, protistranou dlužníka z úvěrové smlouvy je provozovatel platformy. Stran funkčnosti těchto obchodních modelů se z mého pohledu jedná o obdobnou situaci a dospěl jsem k závěru, že do působnosti Nařízení o crowdfundingu spadají oba modely.

Na crowdfundingovém trhu se vyskytují další modely, ve kterých jsou peněžní prostředky poskytnuty dlužníkovi na základě smlouvy o úvěru. Jedná se o participační modely, ve kterých neexistuje přímý vztah mezi jednotlivými investory a dlužníkem, a modely založené na postupování pohledávek. Model s postupováním pohledávek stojí mimo působnost Nařízení o crowdfundingu, neboť prostřednictvím platformy nedochází k poskytnutí peněžních prostředků investory dlužníkovi na základě úvěrové smlouvy. Úvěr byl dlužníkovi poskytnut již dříve a prostřednictvím platformy dochází toliko k postoupení (dílčí části) pohledávek z úvěrové smlouvy na jednotlivé investory. Unijní normotvůrce vědomost o existenci tohoto obchodního modelu sice přímo v textu Nařízení o crowdfundingu přiznává, současně jej však, z mého pohledu zcela neodůvodněně, staví mimo jeho působnost a pouze stanoví budoucí potenciální možnost revize a na ni navazující novelizaci působnosti Nařízení o crowdfundingu i na tento obchodní model.

U participačních modelů se investoři účastní financovaného projektu na základě nabytí tzv. participací představujících právo investora podílet se na výnosech a ztrátách z úvěru poskytnutého dlužníkovi. Dospěl jsem jednak k tomu, že se participační modely

crowdfundingových platforem dělí na dva typy, a to na platformy s podmíněnými participacemi a na platformy s „klasickými“ participacemi.

U platforem s podmíněnými participacemi investoři nejdříve poskytují své peněžní prostředky provozovateli platformy a tímto nabývají tzv. podmíněnou participaci, tedy participaci, jejíž účinnost nastane až v okamžiku poskytnutí samotného úvěru ze strany provozovatele platformy dlužníkovi. Po analýze tohoto obchodního modelu jsem dospěl k závěru, že se obsahově jedná o model srovnatelný s komisionářským modelem, a tak by i tento obchodní model měl spadat do působnosti Nařízení o crowdfundingu. Nutno však podotknout, že u provozovatelů platforem s tímto modelem nelze vysledovat postoj souladný se mnou učiněným závěrem. Lze naopak spíše vysledovat tendence zdůrazňovat specifika tohoto modelu a odůvodnit jimi postavení tohoto obchodního modelu mimo působnost Nařízení o crowdfundingu.

Druhý z typů participačního crowdfundingu, tj. model s „klasickými“ participacemi, nespadá do působnosti Nařízení o crowdfundingu, neboť posloupnost poskytnutí úvěru dlužníkovi a shromáždění peněžních prostředků od investorů je zde oproti předchozímu typu s podmíněnými participacemi (a rovněž i ostatními představenými obchodními modely úvěrového crowdfundingu) opačná. Investoři mohou prostřednictvím platformy nabýt participaci na dlužníkovi již poskytnutém (a spláceném) úvěru. V této práci představuji možný závěr o posouzení prodeje těchto participací investorů jako situace obdobné s tzv. tichou cesí, tedy postoupením pohledávky ze smlouvy o úvěru bez oznámení dlužníkovi, že k postoupení pohledávky došlo. Ve vztahu k dlužníkovi zůstává osobou, vůči které má dlužník povinnost splácet úvěr, nadále provozovatel platformy. Tímto pojetím se obchodní model stává potenciálně předmětem budoucího rozšíření působnosti Nařízení o crowdfundingu, jak je již nyní předvídáno. Současně však nelze pominout specifika tohoto obchodního modelu, ve kterém efektivně dochází k přenosu veškerého úvěrového rizika vyplývajícího z poskytnutého úvěru z jeho poskytovatele na jednotlivé investory, kteří nabyli prostřednictvím platformy „klasickou“ participaci. V této práci je tak představena argumentace pro právní kvalifikaci „klasických“ participací jako finančních (úvěrových) derivátů, tedy investičních nástrojů ve smyslu ZPKT. Důsledkem této kvalifikace by činnost crowdfundingových platforem zahrnující buďto zprostředkování prodeje participací z třetí osoby v pozici poskytovatele úvěru na jednotlivé investory, nebo v pozici vlastního prodeje participací investorům v situaci, kdy poskytovatelem úvěru je samotný provozovatel platformy, představovala poskytování vyjmenovaných hlavních investičních služeb dle

ZPKT. S ohledem na princip ochrany zákazníka, resp. drobného retailového investora, jsem dospěl k závěru, že je namístě tento obchodní model spíše podřadit pod již existující právní úpravu podnikání na kapitálovém trhu dle ZPKT.

Pro platformy s participačním modelem je relevantní rovněž úprava dle ZISIF, konkrétně zákaz provozování pokoutného fondu kolektivního investování. Na příkladu nedávného rozhodnutí ČNB v této věci u crowdfundingové platformy působící na českém trhu jsem představil jednotlivé znaky rozhodné pro porušení zákazu provozování pokoutných fondů kolektivního investování. Provozovatelé crowdfundingových platforem nebudou porušovat tento zákaz za situace, kdy návratnost investice nebo zisk investorů nebude závislý na hodnotě nebo výnosu majetku, do kterého byly peněžní prostředky investorů investovány. Provozovatelé platforem tedy nesmí vystavit investory tržnímu riziku, přítomno může být pouze kreditní riziko. Dále, u obchodního modelu s klasickými participacemi, ve kterém neposkytl úvěr samotný provozovatel platformy, nýbrž osoba na něm personálně i majetkově nezávislá, a platforma pouze zajišťuje prodej participací na tomto úvěru investorům, nebude naplněn ani další znak spočívající ve společném investování na základě určené strategie.

Investiční crowdfunding dle Nařízení o crowdfundingu představuje společné poskytování investiční služby umisťování bez pevného závazku upsání a služby přijímání a předávání pokynů, které se obě vztahují k buďto převoditelným (investičním) cenným papírům nebo nástrojům přijatým pro účely crowdfundingu. Nařízení o crowdfundingu svým vymezením poskytuje odpověď na otázku, jaká ze dvou uvedených investičních služeb představujících investiční crowdfunding je poskytována kterému subjektu. U osob poptávajících financování (dlužníků) se jedná o první zmíněnou službu, u osob nabízejících financování (investorů) se jedná o druhou službu. Nařízení o crowdfundingu stran vymezení převoditelných (investičních) cenných papírů odkazuje na jejich vymezení dle MiFID II, samo obsahuje pouze definici nástrojů přijatých pro účely skupinového financování. Za v praxi nejběžnější nástroje investičního crowdfundingu bude možné považovat zejména dluhopisy, akcie, warranty nebo investiční certifikáty.

Na tuzemském trhu jsou hojně rozšířené tzv. dluhopisové platformy, které se prezentují jako pouhé „nástěnky“ aktuálních dluhopisových emisí. V prohlášeních obsažených na svých internetových stránkách provozovatelé těchto platforem zdůrazňují, že neposkytují žádnou investiční službu ve smyslu MiFID II, resp. ZPKT. O takto tvrzené pouhé „nástěnkové“ a „tipařské“ povaze činností dluhopisových platforem mám značné

pochybnosti. S ohledem na materiální povahu služeb poskytovaných těmito platformami mám za to, že i tyto platformy mohou a často i budou spadat do působnosti Nařízení o crowdfundingu. Rovněž považuji za vhodné zdůraznit, že i subjekty, které jsou již držiteli povolení dle MiFID II, resp. ZPKT, k poskytování hlavních investičních služeb, a to i těch, které přestavují investiční crowdfunding, musí získat povolení dle Nařízení o crowdfundingu, pokud budou mít zájem investiční crowdfunding provozovat.

Nařízení o crowdfundingu obsahuje rovněž negativní vymezení své působnosti jednak prostřednictvím stanovení prahové hodnoty, nad kterou se Nařízení o crowdfundingu nepoužije, jednak vynětím poskytování crowdfundingových služeb dlužníkům (vlastníkům projektu), kteří jsou spotřebiteli.

Pravidla pro poskytování úvěrů dlužníkům-spotřebitelům jsou obsažena na unijní úrovni v CCD, resp. MCD, na národní úrovni v České republice v ZSÚ. Obchodní model poskytování úvěrů spotřebitelům jednotlivými (drobnými) investory prostřednictvím crowdfundingových platforem tyto předpisy výslovně nepředvídají. Jestli na úvěrový crowdfunding dopadají pravidla dle CCD (MCD), resp. ZSÚ, záleží zejména na použitém obchodním modelu předmětné platformy. Pokud platforma využívá obchodní model, ve kterém je protistranou dlužníku-spotřebiteli v pozici věřitele samotný provozovatel platformy, ať již jednající na svůj účet (model s postupováním pohledávek nebo s klasickými participacemi) nebo na účet investorů (komisionářský model a model s podmíněnými participacemi), bude naplněna podmínka poskytování úvěru spotřebiteli v rámci podnikatelské činnosti jeho poskytovatele. Tyto obchodní modely budou spadat pod právní úpravu poskytování spotřebitelského úvěru a jeho poskytovatel bude muset disponovat potřebným oprávněním uděleným dle ZSÚ od ČNB.

U klasického decentralizovaného modelu vzniká přímý vztah mezi investorem a dlužníkem-spotřebitelem a je nutné posoudit, jestli poskytováním úvěrů ze strany investorů, kteří jsou sami v pozici spotřebitelů, nedojde k naplnění znaků podnikání. Pokud by tomu tak bylo, tito investoři by byli považováni za poskytovatele spotřebitelského úvěru ve smyslu ZSÚ a museli by disponovat příslušným oprávněním. Provozovatel platformy by současně působil jako zprostředkovatel spotřebitelského úvěru, k čemuž by rovněž musel získat oprávnění. U investorské činnosti těchto investorů-spotřebitelů se bude posuzovat zejména kritérium její soustavnosti. Byť se ČNB v minulosti již zabývala neoprávněným poskytováním spotřebitelských úvěru prostřednictvím internetových P2P platforem,

sankcionovala pouze takové poskytování úvěrů, u kterého stran jeho soustavnosti nebylo mnoho pochyb. Jasně stanovená hranice toho, kdy je investování investorů-spotřebitelů v podobě poskytování úvěrů dlužníkům-spotřebitelům prostřednictvím crowdfundingových platforem ještě považováno za příležitostné a nahodilé a kdy již za soustavné však stanovena nebyla. Z opatrnosti bych za investorskou činnost na hranici soustavnosti považoval poskytování úvěrů dlužníkům-spotřebitelům s větším časovým rozestupem, například pouze jednou za čtvrtletí.

Nařízení o crowdfundingu zavádí do finančního sektoru v České republice doposud neexistující pravidla a stanovuje řadu povinností pro provozovatele crowdfundingových platforem. S ohledem na to, že jejich prostřednictvím dochází k investování peněžních prostředků drobných, retailových investorů, kteří mají mnohdy omezené ekonomické vzdělání a povědomí, lze vznik speciální právní regulace jednoznačně uvítat. Podřízením činnosti crowdfundingových platforem pod jednotná pravidla Nařízení o crowdfundingu jednoznačně přispěje ke správnému fungování této oblasti trhu a ochraně jednotlivých investorů a jejich investic. Současně však bohužel unijní normotvůrce nevyužil bezezbytku potenciál, který nově přijatá právní úprava crowdfundingu představovala. Nezahrnutím některých v praxi již využívaných obchodních modelů může, a po 10.11.2023 pravděpodobně i bude, způsobovat praktické problémy, neboť na činnost některých platforem se nutnost disponovat povolením uděleným dle Nařízení o crowdfundingu vztahovat bude a na některé nikoliv. Otázkou pak zůstává, jak se zejména dohledová praxe ze strany ČNB vyvine směrem k platformám s obchodním modelem, které v této práci označuji za rovněž spadající do působnosti do Nařízení o crowdfundingu, byť se na první pohled jeví jako stojící mimo oblast jeho působnosti. Současně je aktuální stav neoptimální ve vztahu k platformám s modelem „klasických participací“, u kterého v praxi není přijatý jednoznačný závěr o právní kvalifikaci těchto participací a (ne)aplikaci ZPKT.

Závěrem považuji za vhodné, aby v co nejkratší době došlo k novelizaci Nařízení o crowdfundingu za účelem rozšíření jeho působnosti na ty představené modely, které do něj v tuto chvíli nespadají. Nynější stav jistého rozdělení na platformy regulované dle Nařízení o crowdfundingu a platformy neregulované považuji za stav jednoznačně nežádoucí, a to jak ve vztahu k provozovatelům těchto platforem, tak k osobám investujícím prostřednictvím těchto platforem svoje peněžní prostředky.

Seznam použitých zdrojů

1. Literatura

BAKEŠ, Milan et al. *Finanční právo*. 6. upravené vyd. Praha: C.H. Beck, 2012, 519 s. ISBN 978-80-7400-440-7.

EBERS, Martin a Benedikt QUARCH M. EU Consumer Law and the Boundaries of the Crowdfunding Regulation. In: ORTOLANI, Pietro a Marije LOUISSE, eds. *The crowdfunding regulation*. New York: Oxford University Press, 2021, s. 82–112. ISBN 978-0-19-285639-5.

HOBZA, Martin. *Investiční služby v právní teorii a praxi*. 1. vyd. Praha: Leges, 2017, 136 s. ISBN 978-80-7502-225-7.

HOBZA, Martin. Korporátní dluhopisy: černé ovce kapitálového trhu? *Bulletin advokacie*. roč. 2021, č. 3, s. 19–28. ISSN 1210-6348.

HOBZA, Martin. Nařízení o crowdfundingu. I. část - působnost. *Obchodněprávní revue: odborný recenzovaný časopis pro obchodní právo a právo finančních trhů.* [online]. 2021, roč. 13, č. 3, s. 189–194. ISSN 1803-6554.

HOBZA, Martin. Zprostředkování obchodů s investičními nástroji po novu. *Obchodněprávní revue: odborný recenzovaný časopis pro obchodní právo a právo finančních trhů* [online]. 2020, roč. 12, č. 2, s. 121–126. ISSN 1803-6554.

HULMÁK, Milan et al. *Občanský zákoník: komentář. V: Závazkové právo: obecná část (§ 1721-2054)*. 1. vyd. Praha: C.H. Beck, 2014, 1317 s. ISBN 978-80-7400-535-0.

HULMÁK, Milan et al. *Občanský zákoník: komentář. VI: Závazkové právo: zvláštní část (§ 2055-3014)*. 1. vyd. Praha: C.H. Beck, 2014, 2046 s. ISBN 978-80-7400-287-8.

HUSTÁK, Zdeněk a Aleš SMUTNÝ. *Investiční služby a nástroje po rekodifikaci*. 1. vyd. Praha: C.H. Beck, 2016, 292 s. ISBN 978-80-7400-533-6.

HUSTÁK, Zdeněk et al. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu: komentář*. 1. vyd. Praha: C.H. Beck, 2012, 1029 s. ISBN 978-80-7400-433-9.

IVANOVA, Petja. The Scope of the Crowdfunding Regulation and the Impact of Brexit. In: ORTOLANI, Pietro a Marije LOUISSE, eds. *The crowdfunding regulation*. New York: Oxford University Press, 2021, s. 49–67. ISBN 978-0-19-285639-5.

KLAMO, Josef. P2P lending - novinky v právní úpravě a praxi. In: PICHRT, Jan, Radim BOHÁČ a Jakub MORÁVEK, eds. *Sdílená ekonomika tři roky poté - závěry a perspektivy*. 1. vyd. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2019, s. 182–192. ISBN 978-80-7598-591-0.

KLAMO, Josef. P2P lending z pohledu českého finančního práva. In: PICHRT, Jan, Radim BOHÁČ a Jakub MORÁVEK, eds. *Sdílená ekonomika - sdílený právní problém?* 1. vyd. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2017, s. 173–184. ISBN 978-80-7552-874-2.

MACCHIAVELLO, Eugenia. The European Crowdfunding Service Providers Regulation: The Future of Marketplace Lending and Investing in Europe and the 'Crowdfunding Nature' Dilemma. *European*

NĚMEC, Libor a Jana ZAHRÁNKOVÁ. *Finanční crowdfunding*. 1. vyd. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2019, 116 s. ISBN 978-80-7552-980-0.

PETROV, Jan, Michal VÝTISK a Vladimír BERAN. *Občanský zákoník: komentář*. 2. vyd. Praha: C.H. Beck, 2019, 3276 s. ISBN 978-80-7400-747-7.

SLANINA, Jan et al. *Zákon o spotřebitelském úvěru: komentář*. 1. vyd. Praha: C.H. Beck, 2017, 882 s. ISBN 978-80-7400-645-6.

ŠOVAR, Jan et al. *Zákon o investičních společnostech a investičních fondech: komentář*. 1. vyd. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2015, 1669 s. ISBN 978-80-7478-783-6.

2. Internetové zdroje

A Brief History of Crowdfunding [Infographic]. In: *Startups.com* [online]. Dostupné z: https://www.startups.com/library/expert-advice/history-of-crowdfunding

Angel Investor (Business Angel). In: *ManagementMania.com* [online] [cit. 30.07.2023]. Dostupné z: https://managementmania.com/cs/angel-investor-business-angel

BELLEFLAMME, Paul, Nessrine OMRANI a Martin PEITZ. The economics of crowdfunding platforms. Information Economics and Policy [online]. 2015, roč. 33, s. 11–28 [cit. 07.08.2022]. ISSN 0167-6245. Dostupné z: https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0167624515000463

BELLEFLAMME, Paul, Thomas LAMBERT a Armin SCHWIENBACHER. Crowdfunding: Tapping the right crowd. Journal of Business Venturing [online]. 2014, roč. 29, č. 5, s. 585–609 [cit. 07.08.2022]. ISSN 0883-9026. Dostupné z: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1836873

BIEMANS, Jan. Reward-Based Crowdfunding and EU Consumer Rights. European Review of Private Law [online]. 2020, roč. 28, č. 1, s. 51–72 [cit. 28.08.2022]. ISSN 0928-9801. Dostupné z: https://kluwerlawonline.com/JournalArticle/European+Review+of+Private+Law/28.1/ERPL2020004

Bondster. In: *Bondster.com* [online]. Dostupné z: https://bondster.com/cz/

BREJČÁK, Peter. ČNB čistí trh od šedé zóny. Pokutu milion korun udělila crowdfundingu Investown, fungování již změnil. In: *Czechcrunch.cz* [online]. 17. 2. 2023. Dostupné z: https://cc.cz/cnb-cisti-trh-od-sede-zony-pokutu-milion-korun-udelila-crowdfundingu-investown-fungovani-jiz-zmenil/

BROWN, Terrence E., Edward BOON a Leyland F. PITT. Seeking funding in order to sell: Crowdfunding as a marketing tool. Business Horizons [online]. 2017, roč. 60, č. 2, s. 189–195 [cit. 28.08.2022]. ISSN 0007-6813. Dostupné z: https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0007681316301264

Business Law Review [online]. 2021, roč. 32, č. 3, s. 557–604 [cit. 04.09.2022]. ISSN 0959-6941. Dostupné z: https://kluwerlawonline.com/JournalArticle/European+Business+Law+Review/32.3/EULR2021020

CFG TECH A.S. Objednávka dluhopisů - Aplikace James. In: *Investor.jamesapp.cz* [online]. Dostupné z: https://investor.jamesapp.cz/?mediator=dluhopisomat&issueId=14

CroFUNgo - Jak to funguje. In: *Crofungo.cz* [online]. Dostupné z: https://crofungo.cz/#jaktofunguje

CroFUNgo - O nás. In: *Crofungo.cz* [online]. Dostupné z: https://crofungo.cz/o-nas/

CroFUNgo. In: *Crofungo.cz* [online]. Dostupné z: https://crofungo.cz/

ČESKÁ BANKOVNÍ ASOCIACE. Finanční gramotnost Čechů 2023. In: *Cbaonline.cz* [online] [cit. 31.07.2023]. Dostupné z: https://cbaonline.cz/financni-gramotnost-cechu-2023

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Časté dotazy k nařízení o crowdfundingu* [online]. ČNB, 2022, 6 s. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/dohled-financni-trh/.galleries/legislativni_zakladna/obchodovani_s_OTC_derivaty/download/20230328_faq_k_narizeni_o_crowdfundingu.pdf

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. Je provozování internetové platformy pro nabízení emisí dluhopisů poskytováním investičních služeb podle ZPKT? In: *Cnb.cz* [online]. 31. 5. 2019. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2019-14/

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. K postoupení pohledávky, postoupení smlouvy a uzavírání tzv. splátkových dohod podle zákona č. 257/2016 Sb., o spotřebitelském úvěru. In: *Cnb.cz* [online]. 8. 11. 2016. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2016-10/

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. Pojem „veřejnost‘‘ v předpisech na finančním trhu. In: *Cnb.cz* [online]. 24. 8. 2018. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2018-05/

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. Pokoutné fondy kolektivního investování (§ 98 ZISIF). In: *Cnb.cz* [online]. 30. 6. 2022. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2022-06/

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. Upozornění na rizika investic do alternativních investičních produktů (tokeny, participace). In: *Cnb.cz* [online]. 3. 12. 2021. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/vykon-dohledu/upozorneni-pro-verejnost/Upozorneni-na-rizika-investic-do-alternativnich-investicnich-produktu-tokeny-participace/

Českédluhopisy.cz. In: *Ceskedluhopisy.cz* [online]. Dostupné z: https://ceskedluhopisy.cz/homepage/

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. Inflace, spotřebitelské ceny. In: *Czso.cz* [online] [cit. 31.07.2023]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/inflace_spotrebitelske_ceny

DIRECTORATE-GENERAL FOR FINANCIAL STABILITY, FINANCIAL SERVICES AND CAPITAL MARKETS UNION (EVROPSKÁ KOMISE). *COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT: Crowdfunding in the EU capital markets union* [online]. 2016,

51 s. Dostupné z: https://finance.ec.europa.eu/publications/crowdfunding-eu-capital-markets-union_en

DIRECTORATE-GENERAL FOR INTERNAL MARKET, INDUSTRY, ENTREPRENEURSHIP AND SMES. Crowdfunding explained: a guide for small and medium enterprises on crowdfunding and how to use it [online]. Publications Office of the European Union, 2017, 36 s [cit. 29.08.2022]. ISBN 978-92-79-45189-8. Dostupné z: https://data.europa.eu/doi/10.2873/313319

Dluhopis.eu. In: *Dluhopis.eu* [online]. Dostupné z: https://dluhopis.eu/

Dluhopisomat. In: *Dluhopisomat.cz* [online]. Dostupné z: https://dluhopisomat.cz/

Dluhopisy.cz | Váš nezávislý inzertní portál s dluhopisy. In: *Dluhopisy.cz* [online]. Dostupné z: https://dluhopisy.cz/

Důvodová zpráva k zákonu č. 119/2020 Sb. *Psp.cz* [online]. 2020. Dostupné z: https://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?O=8&CT=398&CT1=0

Důvodová zpráva k zákonu č. 257/2016 Sb., o spotřebitelském úvěru. *Psp.cz* [online]. 2016. Dostupné z: https://www.psp.cz/sqw/text/orig2.sqw?idd=124543

ESMA EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS STAKEHOLDER GROUP. *SMSG position paper on Crowdfunding* [online]. 2014, 10 s. Dostupné z: https://www.esma.europa.eu/document/smsg-position-paper-crowdfunding

EUROPEAN BANKING AUTHORITY. *Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding* [online]. EBA, 2015, 40 s. Dostupné z: https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/983359/f6106173-dc94-4d22-ade8-d40fce724580/EBA-Op-2015-03%20%28EBA%20Opinion%20on%20lending%20based%20Crowdfunding%29.pdf?retry=1

EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY. *National thresholds below which the obligation to publish a prospectus does not apply.* [online]. ESMA, 2023, 11 s. Dostupné z: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma31-62-1193_prospectus_thresholds.pdf

EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY. *Obecné pokyny ke klíčovým pojmům směrnice o správcích alternativních investičních fondů* [online]. ESMA, 2013, 7 s.

Dostupné
z: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma_2013_00600000_cs_tra.pdf

EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY. *Questions and Answers On the European crowdfunding service providers for business Regulation* [online]. ESMA, 2023, 30 s. Dostupné z: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-42-1088_qas_crowdfunding_ecspr.pdf

EVROPSKÁ KOMISE. *IMPACT ASSESSMENT Accompanying the document Proposal for a REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business and Proposal for a DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL amending Directive 2014/65/EU on markets in financial instruments* [online]. Brusel, 2018, 121 s. Dostupné z: https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/180308-proposal-crowdfunding-impact-assessment_en.pdf

EVROPSKÁ KOMISE. *Sdělení Komise Evropskému parlamentu, Radě, Evropskému hospodářskému a sociálnímu výboru a Výboru regionů: Uvolnění potenciálu skupinového financování v Evropské unii* [online]. Brusel, 2014, 13 s. Dostupné z: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/PDF/?uri=CELEX:52014DC0172

FABOZZI, Frank J., Henry A. DAVIS a Moorad CHOUDHRY. Credit-Linked Notes: A Product Primer. *Journal of Structured Finance* [online]. 2007, roč. 12, č. 4, s. 67–77 [cit. 30.07.2023]. ISSN 15519783. Dostupné z: https://www.proquest.com/docview/221025285/fulltextPDF/252BDF6A2CE849E9PQ/1?accountid=16531

FELGR, Miloš a Jan BÍLEK. Mezaninové financování na českém trhu. In: *Epravo.cz* [online]. 6. 6. 2016. Dostupné z: https://www.epravo.cz/top/clanky/mezaninove-financovani-na-ceskem-trhu-101560.html

Fingood - Investiční smlouva. In: *Fingood.cz* [online]. Dostupné z: https://storage.googleapis.com/fg-web-assets/investicni_smlouva.pdf

Fingood - Obchodní podmínky. In: *Fingood.cz* [online]. Dostupné z: https://storage.googleapis.com/fg-web-assets/obchodni_podminky.pdf

Fingood. In: *Fingood.cz* [online]. Dostupné z: https://fingood.cz/

FREEDMAN, M. David a R. Matthew NUTTING. *A Brief History of Crowdfunding: Including Rewards, Donation, Debt, and Equity Platforms in the USA* [online]. 2014. Dostupné z: https://www.freedman-chicago.com/ec4i/History-of-Crowdfunding.pdf

Fundlift. In: *Fundlift.cz* [online]. Dostupné z: https://www.fundlift.cz

GENERÁLNÍ ŘEDITELSTVÍ PRO VNITŘNÍ TRH, PRŮMYSL, PODNIKÁNÍ A MALÉ A STŘEDNÍ PODMINKY (EVROPSKÁ KOMISE). Vysvětlení pojmu skupinové financování (crowdfunding): průvodce pro malé střední podniky [online]. Úřad pro publikace Evropské unie, 2017, 36 s [cit. 07.08.2022]. ISBN 978-92-79-45183-6. Dostupné z: https://data.europa.eu/doi/10.2873/818322

HERVÉ, Fabrice a Armin SCHWIENBACHER. Crowdfunding and Innovation. Journal of Economic Surveys [online]. 2018, roč. 32, č. 5, s. 1514–1530 [cit. 23.08.2022]. ISSN 1467-6419. Dostupné z: https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/joes.12274

Historie - Národní divadlo. In: *Narodni-divadlo.cz* [online]. Dostupné z: https://www.narodni-divadlo.cz/cs/sceny/narodni-divadlo/historie

HOBZA, Martin a Aneta VONDRÁČKOVÁ. The New Financial Crowdfunding Regulation and Its Implications for Investment Services under MiFID II. Prague Law Working Papers Series [online]. 2020, č. 2020/III/2, s. 1–22 [cit. 07.08.2022]. ISSN 2336-5811. Dostupné z: https://papers.ssrn.com/abstract=3725997

HOOGHIEMSTRA, Sebastiaan Niels. *The European Crowdfunding Regulation – Towards Harmonization of (Equity- and Lending-Based) Crowdfunding in Europe?* [online]. 2020, 32 s. Dostupné z: https://papers.ssrn.com/abstract=3679142

Joseph Pulitzer - Statue Of Liberty. In: *Nps.gov* [online]. Dostupné z: https://www.nps.gov/stli/learn/historyculture/joseph-pulitzer.htm

MOLLICK, Ethan. The dynamics of crowdfunding: An exploratory study. Journal of Business Venturing [online]. 2014, roč. 29, č. 1, s. 1–16 [cit. 07.08.2022]. ISSN 0883-9026. Dostupné z: https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S088390261300058X

Nafirmy.cz | Dokumenty ke stažení. In: *Nafirmy.cz* [online]. Dostupné z: https://nafirmy.cz/dokumenty

Nafirmy.cz | Půjčky pro podnikatele, investice do českých firem. In: *Nafirmy.cz* [online]. Dostupné z: https://nafirmy.cz/

NEBANKA - rámcová smlouva. In: *Nbnk.cz* [online]. Dostupné z: https://www.nbnk.cz/files/ramcova_smlouva.pdf

NEBANKA - smlouva o úvěru. In: *Nbnk.cz* [online]. Dostupné z: https://www.nbnk.cz/files/smlouva_o_uveru_B.pdf

NEBANKA. In: *Nbnk.cz* [online]. Dostupné z: https://www.nbnk.cz/

Obecné úvěrové podmínky Investown. In: *Investown.cz* [online]. Dostupné z: https://www.investown.cz/obecne-uverove-podminky

Occollo - Obchodní podmínky. In: *Occollo.cz* [online]. Dostupné z: https://www.occollo.cz/obchodni-podminky/

Occollo | LinkedIn. In: *Cz.linkedin.com* [online]. Dostupné z: https://cz.linkedin.com/company/occollo

Occollo. In: *Occollo.cz* [online]. Dostupné z: https://www.occollo.cz/

Online investice do nemovitostí | Investown.cz. In: *Investown.cz* [online]. Dostupné z: https://www.investown.cz/

Povolené činnosti Roklen360 a.s. In: *Apl.cnb.cz* [online]. Dostupné z: https://apl.cnb.cz/apljerrsdad/JERRS.WEB14.POVOLENE_CINNOSTI?p_lang=cz&p_TYP_SUBJEKTU=P&p_SEQ_ID=3853&p_VER_ID=1015&p_SVR_SEQ_ID=5030&p_SVR_VER_ID=1006&p_ROL_KOD=6&p_DATUM=23.10.2022&p_CZE_ID=CZ

Procedure 2018/0048/COD COM (2018) 113: Návrh NAŘÍZENÍ EVROPSKÉHO PARLAMENTU A RADY o evropských poskytovatelích služeb skupinového financování pro podniky. In: *Eur-lex.europa.eu* [online]. Dostupné z: https://eur-lex.europa.eu/procedure/CS/2018_48

Rentier. In: *Rentier.cz* [online]. Dostupné z: https://www.rentier.cz/

Ronda Invest. In: *Rondainvest.cz* [online]. 25. 10. 2019. Dostupné z: https://www.rondainvest.cz/domovska-stranka

ROUZÉ, Vincent, ed. Crowdsourcing and Crowdfunding: The Origins of a New Systemsystém? In: ROUZÉ, Vincent, ed. Cultural Crowdfunding: Platform Capitalism, Labour and Globalization [online]. London: University of Westminster Press, 2019, s. 15–

33 [cit. 22.08.2022]. ISBN 978-1-912656-39-4. Dostupné z: https://www.uwestminsterpress.co.uk/site/books/e/10.16997/book38/

SHNEOR, Rotem a Ziaul Haque MUNIM. Reward crowdfunding contribution as planned behaviour: An extended framework. Journal of Business Research [online]. 2019, roč. 103, s. 56–70 [cit. 28.08.2022]. ISSN 0148-2963. Dostupné z: https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S014829631930373X

SHNEOR, Rotem, Liang ZHAO a Bjørn-Tore FLÅTEN, eds. Advances in crowdfunding: Research and Practice [online]. Cham, Switzerland: Palgrave Macmillan, 2020, 531 s. ISBN 978-3-030-46309-0. Dostupné z: https://doi.org/10.1007/978-3-030-46309-0

SCHEJBAL, Lumír. ČNB odpověděla na časté dotazy k regulaci crowdfundingu. In: *Akschejbal.cz* [online]. Dostupné z: https://akschejbal.cz/cnb-odpovedela-na-caste-dotazy-k-regulaci-crowdfundingu

Upvest | Real Estate Private Debt - smluvní dokumentace a jiné dokumenty. In: *Upvest.cz* [online]. Dostupné z: https://www.upvest.cz/smluvni-dokumentace

Upvest | Real Estate Private Debt. In: *Upvest.cz* [online]. Dostupné z: https://www.upvest.cz

Všeobecné obchodní podmínky platformy skupinového financování Investown. In: *Investown.cz* [online]. Dostupné z: https://www.investown.cz/vseobecne-podminky

3. Právní předpisy

Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2017/1129 ze dne 14. června 2017 o prospektu, který má být uveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování na regulovaném trhu, a o zrušení směrnice 2003/71/ES

Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2020/1503 ze dne 7. října 2020 o evropských poskytovatelích služeb skupinového financování pro podniky a o změně nařízení (EU) 2017/1129 a směrnice (EU) 2019/1937

Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2022/1988 ze dne 12. července 2022, kterým se podle čl. 48 odst. 1 nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2020/1503 prodlužuje přechodné období pro další poskytování služeb skupinového financování v souladu s vnitrostátním právem

Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2022/2111 ze dne 13. července 2022, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2020/1503, pokud jde o regulační technické normy upřesňující požadavky týkající se střetu zájmů u poskytovatelů služeb skupinového financování

Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2022/2118 ze dne 13. července 2022, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2020/1503, pokud jde o regulační technické normy pro individuální správu portfolií úvěrů poskytovateli služeb skupinového financování, upřesňující prvky metody posuzování úvěrového rizika, informace o každém jednotlivém portfoliu, které mají být sděleny investorům, a politiky a postupy požadované ve vztahu k pohotovostním fondům

Slovenský zákon č. 40/1964 Zb., Občiansky zákonník

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES ze dne 4. listopadu 2003 o prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování, a o změně směrnice 2001/34/ES

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2008/48/ES ze dne 23. dubna 2008 o smlouvách o spotřebitelském úvěru a o zrušení směrnice Rady 87/102/EHS

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/17/EU ze dne 4. února 2014 o smlouvách o spotřebitelském úvěru na nemovitosti určené k bydlení a o změně směrnic 2008/48/ES a 2013/36/EU a nařízení (EU) č. 1093/2010

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně směrnic 2002/92/ES a 2011/61/EU

Zákon č. 127/2005 Sb., o elektronických komunikacích a o změně některých souvisejících zákonů (zákon o elektronických komunikacích)

Zákon č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu a o změně a doplnění dalších zákonů

Zákon č. 150/2002 Sb., soudní řád správní

Zákon č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech

Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu

Zákon č. 257/2016 Sb., o spotřebitelském úvěru

Zákon č. 370/2017 Sb., o platebním styku

Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník

Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích)

Zákon České národní rady č. 358/1992 Sb., o notářích a jejich činnosti (notářský řád)

Zákona č. 145/2010 Sb., o spotřebitelském úvěru a o změně některých zákonů

4. Judikatura a rozhodnutí ČNB

Rozhodnutí bankovní rady České národní banky o rozkladu ze dne 10.06.2021, č. j. 2021/58703/CNB/110, sp. zn. Sp/2020/347/573.

Rozhodnutí bankovní rady České národní banky o rozkladu ze dne 10.06.2019, č. j. 019/065357/CNB/110, bod 14.

Rozhodnutí bankovní rady České národní banky o rozkladu ze dne 25.08.2022, č. j. 2022/84730/CNB/110, sp.zn. Sp/2020/165/573.

Rozhodnutí bankovní rady České národní banky o rozkladu ze dne 26.01.2023, č. j. 2023/12331/CNB/110, sp. zn. Sp/2021/246/573.

Rozhodnutí České národní banky ze dne 01.03.2021, č. j. 2021/22498/570, sp. zn. Sp/2020/347/573.

Rozhodnutí České národní banky ze dne 05.10.2022, č. j. 2022/102483/570, sp. zn. Sp/2021/246/573.

Rozhodnutí České národní banky ze dne 14.03.2019, č. j. 2019/29265/570, sp. zn. Sp/2017/232/573.

Rozhodnutí České národní banky ze dne 19.05.2022, č. j. 2022/50657/570, sp. zn. Sp/2020/165/573.

Rozhodnutí České národní banky ze dne 19.05.2022, č. j. 2022/50697/570, sp. zn. Sp/2020/181/573.

Rozsudek Městského soudu v Praze ze dne 13.06.2022, č. j. 14 A 164/2021-59.

Rozsudek Nejvyššího soudu ČR ze dne 28.07.2016, sp. zn. 23 Cdo 2907/2014.

Rozsudek Nejvyššího soudu ze dne 22.04.2008, sp. zn. 22 Cdo 679/2007.

Rozsudek Nejvyššího správního soudu ze dne 17.12.2007, č. j. 1 Afs 87/2007–66.

Modely crowdfundingových platforem z perspektivy nového unijního nařízení

Abstrakt

Tato práce se zaměřuje na vymezení působnosti nového unijního Nařízení o crowdfundingu a důsledky, které z toho vyplývají pro provozovatele crowdfundingových platforem s rozličnými obchodními modely. Cílem této práce je vyhodnotit, jaké obchodní modely finančního crowdfundingu spadají do působnosti nového Nařízení o crowdfundingu a jaké nikoliv. U těch obchodních modelů, které z v práci představených důvodů do jeho působnosti nespadají, se práce snaží poskytnout odpověď, jaká právní úprava na takové modely dopadá.

V první části práce jsou vymezeny jednotlivé druhy a typy crowdfundingu, historie a vývoj crowdfundingu do jeho moderní podoby a charakteristické znaky crowdfundingu. Nařízení o crowdfundingu se vztahuje na crowdfunding finanční, crowdfunding nefinanční představovaný dárcovským a odměnovým typem zůstává mimo působnost nové unijní úpravy.

Druhá část práce se nejdříve zaměřuje na první ze dvou typů finančního crowdfundingu, tedy na crowdfunding úvěrový. Úvodem je představena a analyzována samotná definice úvěru dle Nařízení o crowdfundingu. Na ni navazuje představení jednotlivých a v praxi využívaných obchodních modelů a zhodnocení, jestli spadají nebo nespadající do působnosti nového unijního nařízení. Představeny jsou rovněž konkrétní na trhu působící crowdfundingové platformy. Následující část této části práce se zaměřuje na investiční crowdfunding, na jednotlivé investiční služby a nástroje, které jej představují. Zhodnocena je činnost dluhopisových platforem působících na českém trhu. Závěrečná pasáž druhé části práce se zaměřuje na negativní vymezení působnosti Nařízení o crowdfundingu.

Třetí část práce se zaměřuje právní úpravu, která se potenciálně vztahuje na ty obchodní modely, které nespadají do působnosti Nařízení o crowdfundingu. Důraz je kladen zejména na právní úpravu kolektivního investování, resp. zákaz provozování pokoutných fondů kolektivního investování, a poskytování investičních služeb k investičním nástrojům. Závěrem je zhodnocena právní úprava poskytování úvěrů na crowdfundingových platformách, prostřednictvím kterých se poskytují úvěry dlužníku-spotřebiteli.

Klíčová slova: crowdfunding, nařízení o crowdfundingu, licence

Crowdfunding platform models from the perspective of the new EU regulation

Abstract

This thesis focuses on the definition of the scope of the new EU Crowdfunding Regulation and the implications for operators of crowdfunding platforms with different business models. The aim of this thesis is to assess which business models of financial crowdfunding fall within the scope of the new Crowdfunding Regulation and which do not. For those business models that, for the reasons presented in the thesis, do not fall within its scope, the thesis seeks to provide an answer as to what legislation applies to such models.

The first part of the thesis defines different models and types of crowdfunding, the history and development of crowdfunding into its modern form and the characteristics of crowdfunding. The Crowdfunding Regulation applies to financial crowdfunding, while non-financial crowdfunding represented by donation-based and reward-based types falls outside the scope of the new EU Regulation.

The second part of the thesis focuses on the first of the two types of financial crowdfunding, i.e. lending-based crowdfunding. The definition of a loan under the Crowdfunding Regulation itself is introduced and analysed. This is followed by an introduction of the different business models used in practice and an assessment of whether or not they fall within the scope of the new EU Regulation. Specific crowdfunding platforms operating on the market are also presented. The following part of this thesis focuses on investment-based crowdfunding, the different investment services and instruments that represent it. The activities of bond platforms operating on the Czech market are evaluated. The final passage of the second part of the thesis focuses on the negative definition of the scope of the Crowdfunding Regulation.

The third part of the thesis focuses on the legislation that potentially applies to those business models that do not fall within the scope of the Crowdfunding Regulation. In particular, the focus is on the regulation of collective investment, or more precisely on the prohibition on the operation of underhand retail investment funds, and the provision of investment services in relation to investment instruments. Finally, the legal regulation of lending on crowdfunding platforms through which loans are granted to consumers is assessed.

Key words: crowdfunding, crowdfunding regulation, licence