

**UNIVERZITA KARLOVA**

**Právnická fakulta**

**Bc. Markéta Ulčáková**

**Právní regulace crowdfundingu v České  
republice**

Diplomová práce

Vedoucí diplomové práce: JUDr. Bc. Pavel Martiník, Ph.D.

Katedra: Katedra finančního práva a finanční vědy

Datum vypracování práce (uzavření rukopisu): 28. 6. 2024

Prohlašuji, že jsem předkládanou diplomovou práci vypracoval/a 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 171 725 znaků včetně mezer.

Markéta Ulčáková  
diplomant/diplomantka

V Praze dne 28. 6. 2024

## **Poděkování**

Touto cestou bych ráda poděkovala vedoucímu mé diplomové práce, JUDr. Bc. Pavlu Martiníkovi, Ph.D., za ochotu vést moji diplomovou práci, cenné připomínky i velkou trpělivost. Zároveň bych ráda poděkovala svým blízkým za jejich velkou podporu během celého studia.

## Obsah

Úvod.....	1
1. Pojem crowdfundingu .....	2
1.1. Princip skupinového financování a crowdfundingové platformy .....	4
1.2. Druhy skupinového financování .....	6
1.2.1. Nefinanční crowdfunding.....	7
1.2.2. Finanční crowdfunding .....	8
1.3. Crowdfunding v číslech .....	10
2. Vývoj právní regulace crowdfundingu.....	11
2.1. Regulace crowdfundingu v obecné rovině .....	11
2.1.1. Živnostenský zákon a Zákon o veřejných sbírkách .....	12
2.2. Regulace finančního crowdfundingu na unijní úrovni.....	13
2.2.1. PSD 2.....	14
2.2.2. MiFID II .....	15
2.2.3. Nařízení o prospektu .....	17
2.2.4. UCITS .....	17
2.2.1. AIFMD .....	17
2.2.2. Směrnice o uvádění finančních služeb pro spotřebitele na trh na dálku .....	18
2.2.3. Směrnice o systémech pro odškodnění investorů .....	18
2.2.4. Nařízení o zneužívání trhu .....	18
2.2.5. Nařízení o evropských fondech rizikového kapitálu.....	19
2.2.6. Nařízení o evropských fondech sociálního podnikání .....	20
2.2.7. AML Směrnice .....	20
2.2.8. EMD .....	21
2.3. Regulace finančního crowdfundingu na vnitrostátní úrovni – Česká republika .....	22
2.3.1. ZPKT .....	22
2.3.2. Zákon o platebním styku .....	23
2.3.3. ZISIF .....	24
2.3.4. Zákon o bankách .....	25
2.3.5. Zákon o spotřebitelském úvěru .....	25
3. Nařízení o crowdfundingu.....	26

4.	Působnost Nařízení o crowdfundingu .....	28
4.1.	Pozitivní vymezení působnosti Nařízení.....	29
4.1.1.	Služba skupinového financování.....	29
4.2.	Úvěrový crowdfunding .....	29
4.2.1.	Nařízení o crowdfundingu a postupování pohledávek z úvěrů .....	31
4.2.2.	Přenos úvěrového rizika skrze participaci na úvěru.....	34
4.2.3.	Zastoupení investorů platformou během poskytování úvěru .....	38
4.3.	Investiční crowdfunding.....	38
4.3.1.	Crowdfunding a Initial Coin Offerings (ICO).....	39
4.4.	Negativní vymezení působnosti Nařízení o crowdfundingu .....	42
4.4.1.	Nefinanční crowdfunding nezařazený do působnosti Nařízení.....	42
4.4.2.	Vynětí crowdfundingových služeb poskytovaných spotřebiteli .....	45
4.4.3.	Jiné služby související se službami skupinového financování poskytované v souladu s vnitrostátními předpisy .....	51
4.4.4.	Limit objemu finančních prostředků .....	52
5.	Sekundární obchodování v rámci crowdfundingu .....	52
	Seznam zkratk .....	60
	Závěr.....	58
	Seznam použitých zdrojů .....	60

## Úvod

Skupinové financování neboli crowdfunding je oblastí, která v současnosti zažívá významný rozvoj, o čemž svědčí i jeho nedávná regulace ze strany Evropské unie prostřednictvím vydaného Nařízení o crowdfundingu. Jedná se o způsob alternativního financování, který je využíván zejména SMEs, pro které je přístup k tradičním formám financování často komplikovaný.<sup>1</sup>

V této diplomové práci se věnuji právní regulaci crowdfundingu. Úvodem se budu věnovat samotnému pojmu crowdfunding a jeho různým druhům. Dále shrnu základní právní předpisy jak unijního, tak vnitrostátního původu, které byly v závislosti na konkrétním obchodním modelu aplikovatelné na jednotlivé případy skupinového financování před přijetím Nařízení o crowdfundingu (a v některých případech i aktuálně). Následně se zaměřím přijetí a zejména na působnost samotného Nařízení. Jak indikuje recitál 8 jeho preambule, Nařízení je zaměřeno na financování SMEs. Působnost Nařízení však přináší určité otázky, a to nejen ve vztahu k oblastem zahrnutým do jeho působnosti spadají, ale zejména ve vztahu k oblastem, které byly z jeho působnosti vyloučeny a jejich stávající regulace zároveň nepřináší jasné odpovědi na otázky adresátů právních norem.

Hlavním cílem tedy bude posoudit nastavení působnosti Nařízení o crowdfundingu. Výzkumnými otázkami v rámci tohoto cíle bude analyzovat vymezení služeb skupinového financování dle Nařízení a rozebrat modely, u kterých v této souvislosti vznikají pochybnosti ohledně jejich zahrnutí. Zejména tedy posoudit aplikovatelnost Nařízení na různé variace úvěrů poskytovaných v rámci crowdfundingu, včetně modelů zahrnujících postoupení pohledávek a prodeje participací na úvěrech, a vhodnost takového režimu. Zároveň se budu zabývat oblastmi, které jsou z působnosti Nařízení o crowdfundingu vyloučeny a důvody pro toto vyloučení. Posoudím, zda je vyloučení nefinančního crowdfundingu, vyloučení poskytování služeb skupinového financování vlastníkům projektů, kteří jsou spotřebitelé a ICOs vhodné, či zda by i tyto případy měly spadat pod Nařízení o crowdfundingu, případně zda by bylo či je vhodnější jejich zahrnutí do jiného právního předpisu. V neposlední řadě analyzuji současný obezřetný přístup zákonodárce i dohledových orgánů k sekundárnímu obchodování s investicemi na crowdfundingových platformách, přičemž analyzuji také možnosti, které poskytovatelům crowdfundingových služeb dává Nařízení o crowdfundingu.

---

<sup>1</sup> HOBZA, Martin. Nařízení o crowdfundingu. I. část – působnost. *Obchodněprávní revue: odborný recenzovaný časopis pro obchodní právo a právo finančních trhů*. 2021a, roč. 13, č. 3, s. 190. ISSN 1803-6554.

# 1. Pojem crowdfundingu

Soudobý digitální crowdfunding se vyvíjí od začátku 21. století, mnoho dnešních největších crowdfundingových platform se začalo rozvíjet v USA již od roku 2005, vývoj v Evropě lze sledovat od roku 2010.<sup>2</sup> Mezi největší a nejznámější platformy globálně patří Indiegogo, Kickstarter a GoFundMe.<sup>3</sup> Platforma Indiegogo začala v roce 2008<sup>4</sup>, platforma Kickstarter v roce 2009<sup>5</sup> a platforma GoFundMe v roce 2010<sup>6</sup>. V České republice patří mezi známé platformy Donio, HitHit a Fundlift.<sup>7</sup> Platforma Donio vznikla v roce 2019<sup>8</sup>, platforma HitHit již v roce 2012<sup>9</sup> a platforma Fundlift v roce 2015<sup>10</sup>. Úspěšná je rovněž původem slovenská platforma Crowdberry,<sup>11</sup> která rovněž vznikla v roce 2015<sup>12</sup>.

V rámci přijatého Nařízení o crowdfundingu je pojem „*crowdfunding*“ překládán do českého jazyka jako „*skupinové financování*“, v rámci diplomové práce tedy budu pojmy crowdfunding a skupinové financování používat jako synonyma. Odborná literatura vymezuje tento fenomén následovně – „*[c]rowdfunding zahrnuje otevřenou výzvu veřejnosti, zpravidla prostřednictvím internetu, k poskytnutí finančních zdrojů ve formě daru nebo výměnou za budoucí produkt nebo*

---

<sup>2</sup> GIERCZAK, Michael, M.; BRETSCHEIDER, Ulrich; HAAS, Philipp; BLOHM, Ivo a LEIMEISTER, Jan, M. Crowdfunding: Outlining the New Era of Fundraising. In: GAJDA, Oliver a Dennis, BRÜNTJE (eds.). *Crowdfunding in Europe: State of The Art in Theory And Practice. FGF Studies in Small Business and Entrepreneurship* [online]. Cham: Springer Science + Business Media, 2016. s. 9. [cit. 2024-02-11]. ISBN 978-3-319-18017-5. Dostupné z: [https://doi.org/10.1007/978-3-319-18017-5\\_2](https://doi.org/10.1007/978-3-319-18017-5_2).

<sup>3</sup> SMITH, Tim. Crowdfunding: What It Is, How It Works, and Popular Websites. In: *Investopedia.com* [online]. New York: Dotdash Meredith, 2023. [cit. 2024-02-26]. Dostupné z: <https://www.investopedia.com/terms/c/crowdfunding.asp>.

<sup>4</sup> INDIEGOGO. About us. In: *Indiegogo.com* [online]. [cit. 2024-03-03]. Dostupné z: <https://www.indiegogo.com/about/our-story>.

<sup>5</sup> KICKSTARTER. About us. In: *Kickstarter.com* [online]. [cit. 2024-03-03]. Dostupné z: <https://www.kickstarter.com/about?ref=global-footer>.

<sup>6</sup> GOFUNDME. About us: Helping people help each other. In: *Gofundme.com* [online]. 2010-2024 [cit. 2024-03-03]. Dostupné z: <https://www.gofundme.com/c/about-us>.

<sup>7</sup> CZECHCRUNCH. Crowdfunding. In: *Czechcrunch.cz* [online]. 2014-2024 [cit. 2024-03-03]. Dostupné z: <https://cc.cz/pruvodceinvestora/crowdfunding/>.

<sup>8</sup> VODSEĎÁLEK, Petr. Zakladatel Donio: V lidech je stále zakořeněn pocit selhání, když žádají o pomoc. In: *Deník.cz* [online]. Vltava Labe Media, 2021 [cit. 2024-03-03]. Dostupné z: <https://www.denik.cz/regiony/rozhovor-zakladatel-donio-20211220.html>.

<sup>9</sup> HITHIT, S.R.O. Co je Hithit. In: *Hithit.com* [online]. 2012–2024 [cit. 2024-03-03]. Dostupné z: <https://www.hithit.com/cs/article/whatIsHithit>.

<sup>10</sup> Ministerstvo spravedlnosti České republiky. Veřejný rejstřík a Sbírka listin: Výpis z obchodního rejstříku: Fundlift, s.r.o. In: *or.justice.cz* [online]. [cit. 2024-03-03]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik-firma.vysledky?subjektId=891685&typ=PLATNY>.

<sup>11</sup> CZECHCRUNCH. Crowdfunding. In: *Czechcrunch.cz*, [online]. 2014-2024 [cit. 2024-03-03]. Dostupné z: <https://cc.cz/pruvodceinvestora/crowdfunding/>.

<sup>12</sup> CROWDBERRY S.R.O. Seznamte se s Crowdberry. In: *Crowdberry.eu* [online]. [cit. 2024-03-03]. Dostupné z: <https://www.crowdberry.eu/cs/about>.

určitou formu odměny s cílem podpořit projekty pro specifické účely.“<sup>13,14</sup> Rovněž evropské regulatorní orgány vydaly ke crowdfundingu svá stanoviska, ve kterých pojem specifikovaly. Například ESMA zdůrazňuje znaky charakteristické pro crowdfunding – „způsob získávání financí pro projekty od veřejnosti, často pomocí internetové platformy, prostřednictvím které vlastníci projektů prezentují své nápady potenciálním přispěvatelům, kteří zpravidla nejsou profesionálními investory“<sup>15,16</sup>.

Evropská komise popisuje, že na rozdíl od tradičního financování, kdy finanční prostředky v podobě velkých částek poskytuje jeden nebo několik málo zdrojů, se v případě crowdfundingu jedná o mnoho malých částek složených od velké skupiny jednotlivců. Jedná se tedy o alternativní, inovativní způsob financování využívaný zejména začínajícími podniky.<sup>17</sup> Dle E. Macchiavello se jedná o inovovaný způsob zprostředkování.<sup>18</sup> Tradiční instituce jsou do alternativního financování však zapojeny minimálně prostřednictvím tzv. „institucionalizace“ alternativního financování. V roce 2017 představovaly prostředky institucionálních investorů 13 % objemu alternativního financování v Evropě.<sup>19</sup> Nadto spolupracují crowdfundingové platformy a tradiční instituce i dalšími způsoby – například výměnou dat nebo vlastnictvím platformy.<sup>20</sup> Příkladem institucionálně vlastněné platformy v České republice je crowdfundingová platforma UPVEST<sup>21</sup>,

---

<sup>13</sup> Překlad vlastní. Původní znění: „Crowdfunding involves an open call, mostly through the Internet, for the provision of financial resources either in the form of donation or in exchange for the future product or some form of reward to support initiatives for specific purposes.“

<sup>14</sup> BELLEFLAMME, Paul; LAMBERT, Thomas a SCHWIENBACHER, Armin. Crowdfunding: Tapping the right crowd. *Journal of Business Venturing* [online]. 2014, roč. 29, č. 5, s. 588 [cit. 2024-02-24]. ISSN 0883-9026. Dostupné z: <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2013.07.003>.

<sup>15</sup> Překlad vlastní. Původní znění: „means of raising finance for projects from ‘the crowd’ often by means of an internet-based platform through which project owners ‘pitch’ their idea to potential backers, who are typically not professional investors“.

<sup>16</sup> ESMA. *Advice: Investment-based crowdfunding*. ESMA/2014/1560. In: *Esma.europa.eu* [online]. 2014, s. 4 [cit. 2023-11-27]. Dostupné z: <https://www.esma.europa.eu/document/advice-investment-based-crowdfunding>.

<sup>17</sup> EVROPSKÁ KOMISE, GENERÁLNÍ ŘEDITELSTVÍ PRO VNITŘNÍ TRH, PRŮMYSL, PODNIKÁNÍ A MALÉ A STŘEDNÍ PODNIKY. Vysvětlení pojmu skupinové financování (crowdfunding): Průvodce pro malé a střední podniky. In: *Op.europa.eu* [online]. Publications Office, 2015, s. 6 [cit. 2023-04-22]. ISBN 978-92-79-45196-6. Dostupné z: <https://data.europa.eu/doi/10.2873/818322>.

<sup>18</sup> MACCHIAVELLO, Eugenia. FinTech Regulation from a Cross-Sectoral Perspective. In: COLAERT, Veerle; BUSCH, Danny; INCALZA, Thomas (eds.). *European Financial Regulation: Levelling the Cross-Sectoral Playing Field*. 1. Vydání. Oxford: Hart Publishing, 2019, s. 82. ISBN 978-1-50992-645-9.

<sup>19</sup> ZIEGLER, Tatiana; SHNEOR, Rotem; WENZLAFF, Karsten; ODOROVIC, Ana; JOHANSON, Daniel et al. *Shifting Paradigms: The 4th European Alternative Finance Benchmarking Report* [online]. Cambridge: Cambridge Centre for Alternative Finance, 2019, s. 41 [cit. 2023-10-13]. Dostupné z: <https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/shifting-paradigms/>.

<sup>20</sup> Ibid, s. 43.

<sup>21</sup> UPVEST S.R.O. O Upvestu. In: *Upvest.cz* [online]. [cit. 2024-03-24]. Dostupné z: <https://www.upvest.cz/o-nas>.



jejímž majoritním společníkem je společnost KB SmartSolutions, s.r.o.<sup>22</sup>, dceřiná společnost společnosti Komerční banka, a.s.<sup>23</sup>

### 1.1. Princip skupinového financování a crowdfundingové platformy

Skupinové financování je určeno zejména pro začínající nebo rostoucí podniky, kterým umožňuje kromě získání finančních prostředků rovněž budovat komunitu a oslovit nové zákazníky.<sup>24</sup> Možnosti financování jsou pro startupy a SMEs zpravidla omezené, jelikož nemají dostatečnou úvěrovou historii ani potřebné zajištění k dispozici pro tradiční bankovní financování. Veřejná nabídka cenných papírů vyžaduje nákladné uveřejnění prospektu a emise v rámci výjimky z této povinnosti může být nepříznivě ovlivněna medializovanými neúspěchy dluhopisů. Crowdfunding tak může být pro tyto společnosti vhodnou cestou, jak zajistit kapitál pro své fungování.<sup>25</sup>

Pro SMEs, které nemají cenné papíry přijaté k obchodování na regulovaném trhu, byla v rámci režimu Nařízení o prospektu zařazena možnost sestavit unijní prospekt pro růst dle čl. 15 Nařízení o prospektu, jehož režim by měl být zmírněný a zaměřený na informace relevantní pro tyto společnosti. Tento druh prospektu by měl snížit náklady na jeho přípravu.<sup>26</sup> Dle statistiky ESMA bylo v roce 2021 schváleno 227 unijních prospektů pro růst, což představuje 8 % celkového množství prospektů schváleného v tomto roce. V České republice představovaly unijní prospekty pro růst 35 % schválených prospektů a bylo zde zároveň schváleno 12 % unijních prospektů pro růst v rámci EHP, a je tedy členským státem s druhým největším počtem prospektů pro růst. Většina (90 %) schválených unijních prospektů pro růst v České republice jsou non-equity typu.<sup>27</sup>

---

<sup>22</sup> Ministerstvo spravedlnosti České republiky. Veřejný rejstřík a Sběrka listin: Výpis z obchodního rejstříku: upvest s.r.o. In: *Or.justice.cz* [online]. [cit. 2024-03-24]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik-firma.vysledky?subjektId=964200&typ=PLATNY>.

<sup>23</sup> Ministerstvo spravedlnosti České republiky. Veřejný rejstřík a Sběrka listin: Výpis z obchodního rejstříku: KB SmartSolutions, s.r.o. In: *Or.justice.cz* [online]. [cit. 2024-03-24]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik-firma.vysledky?subjektId=1037604&typ=PLATNY>.

<sup>24</sup> EVROPSKÁ KOMISE, GENERÁLNÍ ŘEDITELSTVÍ PRO VNITŘNÍ TRH, PRŮMYSL, PODNIKÁNÍ A MALÉ A STŘEDNÍ PODNIKY, 2015, op. cit. pozn. 17, s. 6 [cit. 2023-04-22].

<sup>25</sup> HOBZA, Martin, 2021a, op. cit. pozn. 1, s. 190.

<sup>26</sup> EVROPSKÁ KOMISE. Návrh Nařízení Evropského parlamentu a Rady o prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování. COM(2015) 583 final. In: *Eur-lex.europa.eu* [online]. Brusel: 2015, s. 3, 6, 17 [cit. 2023-06-25]. Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/?uri=CELEX:52015PC0583>.

<sup>27</sup> ESMA. EU Prospectuses ESMA Statistical Report 2022. ESMA-50-165-2336. In: *Esma.europa.eu* [online]. 2022, s. 11 [cit. 2023-12-8]. Dostupné z: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-2336\\_esma\\_statistical\\_report\\_-\\_eu\\_prospectuses.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-2336_esma_statistical_report_-_eu_prospectuses.pdf).

Je nutné zmínit, že u prospektu je při schvalování přezkoumána jen jeho formální stránka.<sup>28</sup> Schválení prospektu tedy nijak nezaručuje návratnost investice.<sup>29</sup> I přes zmíněné statistiky však Česká republika je stále *bank-based* ekonomikou s nadměrným zastoupením bankovního financování, na kterém jsou závislé i SMEs. Podpora ostatních způsobů financování je tak namístě.<sup>30</sup>

Klíčovou roli v rámci skupinového financování mají crowdfundingové platformy, které umožňují interakci mezi příjemci finančních prostředků a jejich poskytovateli. V případě úspěšné kampaně si tyto platformy zpravidla účtují poplatek, naopak od platforem se očekává bezpečnost a uživatelská přívětivost.<sup>31</sup> Platformy mohou poskytovat i další služby – například různé způsoby hodnocení projektů a jejich rating. Některé z těchto služeb mohou být zpoplatněné, zejména pomoc při přípravě nabídky nebo právní služby. Základní činností však zůstává zprostředkovávání přístupu k potenciálním investorům.<sup>32</sup>

Rizika spojená se skupinovým financováním lze dle EBA dělit podle různých kritérií. Rizika lze dělit podle subjektů, které je nesou – rizika pro investory, rizika pro vlastníky projektů a rizika pro crowdfundingové platformy. Zároveň je lze dělit dle jejich charakteru na kreditní riziko, riziko podvodu, informační riziko, právní riziko, riziko likvidity, operační riziko a riziko praní špinavých peněz. Vymezení těchto rizik je relevantní i pro regulatorní přístup k jejich snížení či eliminaci.<sup>33</sup>

Kreditní riziko může být spojeno s nadhodnocením investice (je slíbeno vyšší protiplnění) nebo s platební neschopností.<sup>34</sup> Riziko podvodu může souviset s falešnou online identitou vlastníka projektu a také s možným zneužitím osobních dat zúčastněných subjektů, pokud nejsou

---

<sup>28</sup> SMUTNÝ, Aleš. § 36c Schvalování prospektu. In: HUSTÁK, Zdeněk, CETLOVÁ, Klára, DOLEŽALOVÁ, Daniela, FRANĚK, Michal, SMUTNÝ, Aleš, ŠOVAR, Jan. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu*. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2012, s. 391. ISBN 978-80-7400-433-9.

<sup>29</sup> V souvislosti s možným zavádějícím spojením „schválení prospektu“ ČNB opakovaně varuje, že schválení prospektu není zárukou budoucího splnění závazků z cenných papírů: ČNB. Je schválení prospektu Českou národní bankou zárukou budoucího růstu hodnoty cenného papíru, případně zárukou splacení závazků plynoucích z cenných papírů? In: *Cnb.cz* [online]. 2019 [cit. 2023-12-08]. Dostupné na: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2019-34>.

<sup>30</sup> Ministerstvo financí České republiky. *Koncepce rozvoje kapitálového trhu v České republice 2019 – 2023*. In: *Mfcr.cz* [online]. 2019, s. 16 [cit. 2023-12-07]. Dostupné z: [https://www.mfcr.cz/assets/cs/media/Material\\_2019\\_Koncepce-rozvoje-kapitaloveho-trhu-v-Ceske-republice-2019-2023.pdf](https://www.mfcr.cz/assets/cs/media/Material_2019_Koncepce-rozvoje-kapitaloveho-trhu-v-Ceske-republice-2019-2023.pdf).

<sup>31</sup> EVROPSKÁ KOMISE, GENERÁLNÍ ŘEDITELSTVÍ PRO VNITŘNÍ TRH, PRŮMYSL, PODNIKÁNÍ A MALÉ A STŘEDNÍ PODNIKY, 2015, op. cit. pozn. 17, s. 6 [cit. 2023-04-22].

<sup>32</sup> NĚMEC, Libor a ZAHŘÁNKOVÁ, Jana. *Finanční crowdfunding*. 1. Vydání. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2019. s. 9–10. ISBN 6. 978-80-7552-980-0.

<sup>33</sup> EBA. *Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding*. EBA/Op/2015/03. In: *Eba.europa.eu* [online]. 2015, s. 12 [cit. 2023-11-27]. 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>.

<sup>34</sup> *Ibid*, s. 12.

dostatečně zabezpečena.<sup>35</sup> Nedostatečná identifikace a ověření klientů a nedostatečné zabezpečení může nakonec znamenat ztrátu reputace pro platformu, stejně jako riziko praní špinavých peněz.<sup>36</sup> Informační riziko a nedostatek informací může souviset se střetem zájmů nebo zavádějícími informacemi uváděnými na platformě.<sup>37</sup> Crowdfunding lze také považovat ze oblast se zvýšenou informační asymetrií mezi investory a vlastníky projektů.<sup>38</sup> Informační asymetrie představuje nevýhodu pro investory, kdy „základním obsahem pojmu informační asymetrie je situace, kdy určitá skupina účastníků trhu má více nebo lepší informace než skupina jiná.“<sup>39</sup> Podobně je v souvislosti s informační asymetrií problematická například oblast korporátních dluhopisů zaměřených na retailové investory, jejichž distribuce může probíhat s využitím online platformy.<sup>40</sup> Inovativní povaha tohoto způsobu distribuce může vést k nejasným hranicím mezi regulovanými a neregulovanými činnostmi, kdy i situaci v této oblasti pomůže právě Nařízení o crowdfundingu.<sup>41</sup> Právní riziko souvisí s nejasným vymezením práv a povinností stran a nedostatky nastavení mechanismu vyřizování stížností. Dále souvisí i s rizikem, že nápady, které pro účel vybírání finančních prostředků musí vlastníci projektů na platformě prezentovat, budou zkopírovány.<sup>42</sup> Likviditní riziko souvisí s nedostatečnými finančními prostředky na straně vlastníka projektu v okamžiku splatnosti.<sup>43</sup> Pro vlastníky projektů může v rámci rizika likvidity způsobovat likviditní problémy případné prodlení při převodu finančních prostředků.<sup>44</sup> Operační riziko potom souvisí s technickými problémy platformy.<sup>45</sup>

## 1.2. Druhy skupinového financování

Crowdfunding lze dělit dle různých kritérií. Primárně se crowdfunding dělí podle získaného protiplnění na finanční a nefinanční.<sup>46</sup> Rozdíl mezi uvedenými druhy crowdfundingu vychází také z motivace přispěvatelů, která v případě finančního crowdfundingu spočívá zejména ve finanční

---

<sup>35</sup> Ibid, s. 14.

<sup>36</sup> Ibid, s. 17-18.

<sup>37</sup> Ibid, s. 14–15.

<sup>38</sup> ESMA SECURITIES AND MARKETS STAKEHOLDER GROUP. POSITION PAPER: Crowdfunding. ESMA/2014/SMSG/010. In: *Esm.europa.eu* [online]. 2014, s. 4–5 [cit. 2023-06-25]. Dostupné z: <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-smsg-010.pdf>.

<sup>39</sup> HUSTÁK, Zdeněk. § 1 Předmět úpravy. In: HUSTÁK, Zdeněk, CETLOVÁ, Klára, DOLEŽALOVÁ, Daniela, FRANĚK, Michal, SMUTNÝ, Aleš, ŠOVAR, Jan. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu*. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2012a, s. 10. ISBN 978-80-7400-433-9.

<sup>40</sup> HOBZA, Martin. Korporátní dluhopisy: černé ovce kapitálového trhu? *Bulletin Advokacie*. 2021b, č. 3, s. 20. ISSN 1210-6348.

<sup>41</sup> Ibid, s. 25–26, 28.

<sup>42</sup> EBA, 2015, op. cit. pozn. 33, s. 16–17 [cit. 2023-11-27].

<sup>43</sup> Ibid, s. 16.

<sup>44</sup> Ibid, s. 17.

<sup>45</sup> Ibid, s. 16.

<sup>46</sup> NĚMEC, Libor a ZAHŘÁNKOVÁ, Jana, 2019, op. cit. pozn. 32, s. 3.

návratnosti plynoucí z jejich investice, zatímco v případě nefinančního crowdfundingu je altruistická.<sup>47</sup>

Kromě uvedeného dělení existují i další faktory, podle kterých lze rozlišovat různé podoby crowdfundingu. Jedná se například o dělení dle typu financování, které nemusí být jen v podobě finančních investic, ale může se jednat i o dary nebo o přeprodej zboží a služeb. Také lze skupinové financování dělit podle investorské základny, která se může skládat z drobných investorů, spotřebitelů nebo i profesionálních investorů.<sup>48</sup>

### 1.2.1. Nefinanční crowdfunding

Nefinanční crowdfunding je druh skupinového financování, při kterém poskytovatel finančních prostředků nezískává a neočekává finanční návratnost.<sup>49</sup> V rámci dárcovského crowdfundingu příspěvatel protiplnění nezískává nebo má zpravidla nižší hodnotu<sup>50</sup> a v případě odměnového získává „věcné protiplnění, které je typicky výstupem podporovaného projektu“<sup>51</sup>. Dělení crowdfundingu podle protiplnění je pro analyzovanou oblast regulace podstatné, jelikož Nařízení o crowdfundingu se na odměnový a dárcovský crowdfunding nevztahuje.<sup>52</sup> Důvodům pro jeho vynětí a vhodnosti tohoto nastavení se věnuji dále v této diplomové práci.

V souvislosti s odměnovým crowdfundingem jsou dále zmiňovány dva modely rozlišované dle řešení situace, kdy se nevybere stanovená částka – Keep-It-All a All-Or-Nothing. V prvním případě si vlastník projektu (při splnění dalších možných podmínek) vybranou částku nechává, zatímco v druhém případě nedostává nic z vybraných prostředků.<sup>53</sup>

---

<sup>47</sup> MACCHIAVELLO, Eugenia a VALENTI, Chiara. Beyond the ECSPR and Financial-Return: The Regulation of Donation and Reward-based Crowdfunding in the EU. In: MACCHIAVELLO, Eugenia (ed.). *Regulation on European Crowdfunding Service Providers For Business: A Commentary*. Elgar Commentaries in Financial Law series [online]. Cheltenham: Edward Elgar Publishing Limited, 2022, s. 620–621 [cit. 2023-11-12]. ISBN 9781802209945. Dostupné z: <https://doi.org/10.4337/9781802209945.00054>.

<sup>48</sup> JOKLÍKOVÁ, Kateřina. Otázky spojené s praktickou implementací nové evropské regulace finančního crowdfundingu. In: *Obchodní právo*. 2022, č. 9, s. 28. ISSN 1210-8278.

<sup>49</sup> NĚMEC, Libor a ZAHRÁNKOVÁ, Jana, 2019, op. cit. pozn. 32, s. 2–4.

<sup>50</sup> JOKLÍKOVÁ, Kateřina, 2022, op. cit. pozn. 48, s. 29.

<sup>51</sup> HOBZA, Martin, 2021a, op. cit. pozn. 1, s. 189.

<sup>52</sup> EVROPSKÁ KOMISE. Návrh Nařízení Evropského parlamentu a Rady o evropských poskytovatelích služeb skupinového financování pro podniky. COM(2018) 113 final. In: *Eur-lex.europa.eu* [online]. Brusel: 2018a, s. 2 [cit. 2023-06-25]. Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex:52018PC0113>.

<sup>53</sup> CUMMING, Douglas, J.; LÉBOEUF, Gaël a SCHWIENBACHER, Armin. Crowdfunding Models: Keep-It-All vs. All-Or-Nothing. In: *Financial Management* [online]. Financial Management Association International, 2020, roč. 49, č. 2, s. 332 [cit. 2024-03-24]. ISSN 0046-3892. Dostupné z: <https://doi.org/10.1111/fima.12262>.

Příkladem crowdfundingové platformy, která se zaměřuje na dárcovský crowdfunding, je charitativní platforma Darujspravne.cz.<sup>54</sup> Platforma Donio.cz se potom zaměřuje jak na dárcovský crowdfunding, tak na odměnový crowdfunding.<sup>55</sup>

### 1.2.2. Finanční crowdfunding

V případě finančního crowdfundingu poskytovatel finančních prostředků očekává určité protiplnění,<sup>56</sup> a tedy „*zhodnocení takto poskytnutých investic*“<sup>57</sup>. Tento druh skupinového financování můžeme dále dělit na dvě hlavní kategorie – úvěrový a investiční crowdfunding.<sup>58</sup>

V případě úvěrového crowdfundingu získává vlastník projektu úvěr pro svůj projekt nebo spotřebu, který následně splácí s úrokem, případně bezúročně.<sup>59</sup> Splacení poskytnutého úvěru může být rovněž podmíněno tím, že projekt vygeneruje výnosy.<sup>60</sup> Lze jej dělit na úvěrování spotřebitelů pro spotřební účely a úvěrování podnikatelských projektů, které může mít rovněž formu „*odkupování faktur*“, kterou rozebírám níže.<sup>61</sup>

V případě investičního crowdfundingu získávají investoři účastnický nebo například dluhový cenný papír.<sup>62</sup> Konkrétně *equity-based* crowdfunding, který se podobá veřejné nabídce cenných papírů, je založen na nabídce podílů financované společností veřejnosti prostřednictvím crowdfundingu a investor investuje přímo do projektu anebo koupí cenné papíry SPV či CIS založených platformou, které samy vlastní podíl v projektu.<sup>63</sup> V rámci *securities-based* crowdfundingu investoři investují do dluhového cenného papíru, například dluhopisu nebo směnky, a prvky výnosů z takových dluhopisů mohou být navázány i na výkonnost projektu nebo přímo obsahovat právo na podíl na budoucím zisku projektu.<sup>64</sup>

---

<sup>54</sup> FÓRUM DÁRCŮ. O nás. In: *Darujspravne.cz* [online]. 2017 [cit. 2023-12-07]. Dostupné z: <https://www.darujspravne.cz/>.

<sup>55</sup> DONIO S.R.O. Jak Donio funguje? In: *Donio.cz*. [online]. [cit. 2023-12-07]. Dostupné z: <https://www.donio.cz/jak-donio-funguje>.

<sup>56</sup> NĚMEC, Libor a ZAHŘÁNKOVÁ, Jana, 2019, op. cit. pozn. 32, s. 4.

<sup>57</sup> HOBZA, Martin, 2021a, op. cit. pozn. 1, s. 189.

<sup>58</sup> JOKLÍKOVÁ, Kateřina, 2022, op. cit. pozn. 48, s. 29.

<sup>59</sup> EBA, 2015, op. cit. pozn. 33, s. 8 [cit. 2023-11-27].

<sup>60</sup> EVROPSKÁ KOMISE. Commission Staff Working Document: 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. SWD(2018) 56 final. In: *Eur-lex.europa.eu* [online]. Brusel, 2018b, s. 12 [cit. 2023-10-15]. Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=SWD:2018:0056:FIN>.

<sup>61</sup> Ibid, s. 11.

<sup>62</sup> HOBZA, Martin, 2021a, op. cit. pozn. 1, s. 190.

<sup>63</sup> NĚMEC, Libor a ZAHŘÁNKOVÁ, Jana, 2019, op. cit. pozn. 32, s. 5–6; také ESMA, 2014, op. cit. pozn. 16, s. 5–6 [cit. 2023-11-27].

<sup>64</sup> NĚMEC, Libor a ZAHŘÁNKOVÁ, Jana, 2019, op. cit. pozn. 32, s. 5.

V souvislosti s tímto druhem crowdfundingu je nutné zmínit ustanovení § 2 odst. 2 písm. a) Zákona o bankách, dle kterého se za přijímání vkladů považuje i soustavné vydávání dluhopisů, pokud se jedná o hlavní činnost emitenta. Dle komentářové literatury je toto relevantní zejména při využití SPV, které by bylo vytvořeno jen pro vydání dluhopisů a převedení výnosů dál. Pod bankovní regulaci by však tyto případy spadat neměly.<sup>65</sup> Komentářová literatura dále odkazuje na rozhodovací činnost ČNB<sup>66</sup>, v rámci které bylo neoprávněné přijímání vkladů klasifikováno jako pokoutný fond dle § 98 ZISIF.<sup>67</sup> Obdobně tomu tak bylo v rozhodnutí ohledně činnosti crowdfundingové platformy Investown Technologies s.r.o., které více rozvedu níže.<sup>68</sup> ČNB se k tomuto vyjadřuje tak, že „vydávání dluhopisů jako způsob zajištění financování podnikatelské činnosti společnosti nebude zpravidla představovat hlavní, resp. jednu z hlavních činností emitenta“.<sup>69</sup> V rámci tohoto stanoviska ČNB k využití SPV uvádí, že pokud je SPV založeno nefinanční společností, které SPV poskytuje úvěr z výnosů z vydaných dluhopisů, nejedná se o rozpor s § 2 odst. 2 písm. a) Zákona o bankách.<sup>70</sup> Čl. 1 odst. 3 Nařízení také stanoví výjimku z povinnosti mít oprávnění úvěrové instituce pro vlastníky projektů a investory v rámci crowdfundingových transakcí.

#### 1.2.2.1. Další obchodní modely crowdfundingu

Mezi méně časté modely skupinového financování patří *auction-based crowdfunding*, jehož cílem je získat od investora co nejnižší úrok.<sup>71</sup> Další možností je prodej části budoucích prodejů v rámci crowdfundingu. Investoři získávají pravidelný příjem z výnosů a vlastníkovému projektu zůstává plné vlastnictví. Příjmy investorů se však sráží z výnosů projektu a tvoří náklady v průběhu podnikání, je tedy potřeba vysoká marže.<sup>72</sup> Existují i různé kombinace vymezených druhů. Jedná se například o model, ve kterém poskytne úvěr platforma a investorům následně

---

<sup>65</sup> SMUTNÝ, Aleš; PIHERA, Vlastimil a CUNÍK, Tomáš. § 2 Přijímání vkladů bez licence. In: SMUTNÝ, Aleš; PIHERA, Vlastimil; SÝKORA, Pavel a CUNÍK, Tomáš. *Zákon o bankách*. 2. vydání. Praha: C. H. Beck, 2019, s. 106. ISBN 978-80-7400-764-4.

<sup>66</sup> Rozhodnutí ČNB v případě společnosti Woman & Man Exclusive, s.r.o., č. j. 2008/14072/570, ze dne 12. 12. 2008 ve znění rozhodnutí bankovní rady ČNB o rozkladu č. j. 2009/886/110 ze dne 26. 3. 2009, sp.zn. Sp/2008/15/573.

<sup>67</sup> SMUTNÝ, Aleš; PIHERA, Vlastimil a CUNÍK, Tomáš, 2019, op. cit. pozn. 65, s. 113.

<sup>68</sup> Rozhodnutí ČNB v případě společnosti Investown Technologies s.r.o., č.j. 2022/102483/570, sp.zn. Sp/2021/246/573 ze dne 5. 10. 2022 ve znění rozhodnutí bankovní rady ČNB o rozkladu č. j. 2023/12331/CNB/110, sp.zn. Sp/2021/246/573 ze dne 26. ledna 2023.

<sup>69</sup> ČNB. K neoprávněnému přijímání vkladů od veřejnosti (tzv. černé bankovnictví). In: *Cnb.cz* [online]. 2022 [cit. 2023-11-18]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2022-04/>.

<sup>70</sup> Ibid.

<sup>71</sup> NĚMEC, Libor a ZAHŘÁNKOVÁ, Jana, 2019, op. cit. pozn. 32, s. 7.

<sup>72</sup> EVROPSKÁ KOMISE, 2018b, op. cit. pozn. 60, s. 11 [cit. 2023-10-15].

prodává participace na výnosech, které mohou zároveň představovat derivát.<sup>73</sup> Tento model dále rozebírám níže v rámci analýzy působnosti Nařízení.

### 1.3. Crowdfunding v číslech

Odborná literatura i legislativní návrhy a související dokumenty často odkazují na statistické reporty Cambridge Centre for Alternative Finance, které komplexně mapují trh alternativního financování, a ze kterých mohou pro právní úpravu crowdfundingu plynout relevantní poznatky. Přinášejí zajímavá data mimo jiné ohledně tržních podílů jednotlivých druhů alternativního financování, na která budu referovat i níže při analýze jednotlivých oblastí působnosti Nařízení a dílčích výzkumných otázek.

Report z roku 2021 shrnuje, že v Evropě (včetně Spojeného království) narostl online trh alternativního financování mezi lety 2013 a 2019 z 1,5 miliardy na 23,2 miliard USD. V roce 2020 nastal první pokles v tomto období na 22,6 miliard USD.<sup>74</sup> Bez ohledu na tento pokles je z těchto čísel patrný výrazný nárůst a trh alternativního financování tak dnes hraje čím dál tím větší roli, což je nutné reflektovat i v oblasti regulace.

Největší tržní podíl v Evropě zaujímá úvěrový crowdfunding zaměřený na spotřebitele, který je úvěrovaným, tedy tzv. P2P úvěrování spotřebitelů, s celkovým objemem 4 183 milionů USD v roce 2019 a 2 901 milionů USD v roce 2020. Významný meziroční propad (stále však s největším tržním podílem) může být v těchto letech způsoben nejistotou spojenou s pandemií COVID 2019. Tomuto závěru napovídá i značný růst dárcovského crowdfundingu, který měl v roce 2019 celkový objem 112 milionů USD a v roce 2020 celkový objem 296 milionů USD.<sup>75</sup> V roce 2017 mělo P2P úvěrování rovněž největší podíl na trhu alternativního financování (41 %) s celkovým objemem 1,392.38 milionů EUR.<sup>76</sup> P2P úvěrování je rovněž druh alternativního financování s největším podílem přeshraniční aktivity, kdy 84 % objemu představují peněžní prostředky investované ze zahraničí a 80 % objemu představují peněžní prostředky investované do zahraničí. V případě úvěrového crowdfundingu zaměřeného na podnikatelské projekty je

---

<sup>73</sup> HOBZA, Martin, 2021a, op. cit. pozn. 1, s. 190.

<sup>74</sup> ZIEGLER, Tatiana; SHNEOR, Rotem; WENZLAFF, Karsten; SURESH, Krishnamurthy; PAES, Felipe F. C. et al. *The 2nd Global Alternative Finance Market Benchmarking Report* [online]. Cambridge: Cambridge Centre for Alternative Finance, 2021, s. 27, 70 [cit. 2023-10-13]. Dostupné z: <https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/the-2nd-global-alternative-finance-market-benchmarking-report/>.

<sup>75</sup> Ibid, s. 74.

<sup>76</sup> ZIEGLER, Tatiana; SHNEOR, Rotem; WENZLAFF, Karsten; ODOROVIC, Ana; JOHANSON, Daniel et al., 2019, op. cit. pozn. 19, s. 31 [cit. 2023-10-13].

objem přeshraničních investic nižší – 33 % objemu představují peněžní prostředky investované ze zahraničí a 57 % objemu představují peněžní prostředky investované do zahraničí.<sup>77</sup>

Druhý největší objem na trhu má tzv. obchodování s fakturami, které rozebírám níže v rámci kapitoly o postupování pohledávek skrze crowdfunding. Obchodování s fakturami mělo v roce 2019 objem 1809 milionů USD a v roce 2020 objem 2016 milionů USD.<sup>78</sup> Až na třetím místě je potom alternativní úvěrování podnikatelů<sup>79</sup>, s objemem 1481 milionů USD v roce 2019 a objemem 1844 milionů USD v roce 2020.<sup>80</sup>

## 2. Vývoj právní regulace crowdfundingu

Před přijetím Nařízení o crowdfundingu neexistoval v České republice zvláštní právní úprava regulující tuto oblast a v závislosti na obchodním modelu se tak mohlo aplikovat více unijních i vnitrostátních právních předpisů, z nichž ty nejdůležitější rozebírám níže.<sup>81</sup> Rozebrané předpisy se aplikují na případy, které nespadnou pod působnost Nařízení, a z toho důvodu je potřebné se jimi v souvislosti s působností Nařízení zabývat.

### 2.1. Regulace crowdfundingu v obecné rovině

Úvodem je vhodné zmínit řadu právních předpisů, jejichž aplikace je obecně zřejmá, nicméně ji lze ve vztahu k určitým crowdfundingovým modelům konkretizovat.

Na crowdfunding se aplikuje i právní úprava závazkových vztahů obsažená v Občanském zákoníku, případně v dalších předpisech. V souvislosti s níže rozebranými modely je relevantní například úprava smlouvy o úvěru, ale také nepojmenovaná smlouva o participaci.<sup>82</sup> Závěry zahraničních zdrojů lze v tomto případě aplikovat i na právní prostředí České republiky. Pokud bude docházet k předprodeji zboží či služeb, což je případ odměnového crowdfundingu, může se

---

<sup>77</sup> Ibid, s. 48-50.

<sup>78</sup> ZIEGLER, Tatiana; SHNEOR, Rotem; WENZLAFF, Karsten; SURESH, Krishnamurthy; PAES, Felipe F. C. et al., 2021, op. cit. pozn. 74, s. 74. [cit. 2023-10-13].

<sup>79</sup> V citovaném reportu je tato kategorie uvedena pod „P2P/Marketplace Business Lending“, v rámci metodologie je potom kategorie vysvětlena jako úvěrování podnikatelů ze strany jednotlivců nebo institucionálních investorů často v rámci „off-balance sheet“ úvěrování. Pojem institucionálních investorů v této referenci nesměřuje na tradiční úvěrování, neboť report se věnuje výhradně alternativním modelům financování: ZIEGLER, Tatiana; SHNEOR, Rotem; WENZLAFF, Karsten; SURESH, Krishnamurthy; PAES, Felipe F. C. et al., 2021, op. cit. pozn. 74, s. 30–31. [cit. 2023-10-13].

<sup>80</sup> ZIEGLER, Tatiana; SHNEOR, Rotem; WENZLAFF, Karsten; SURESH, Krishnamurthy; PAES, Felipe F. C. et al., 2021, op. cit. pozn. 74, s. 74. [cit. 2023-10-13].

<sup>81</sup> NĚMEC, Libor a ZAHŘÁNKOVÁ, Jana, 2019, op. cit. pozn. 32, s. 39 a 77.

<sup>82</sup> KLAMO, Josef. P2P lending z pohledu českého finančního práva. In: PICHR, Jan; BOHÁČ, Radim, MORÁVEK, Jakub (eds.). *Sdílená ekonomika – sdílený právní problém?* 1. Vydání. Praha: Wolters Kluwer, 2018, s. 175. ISBN 978-80-7552-874-2.



uplatnit právní úprava kupní smlouvy s ohledem na ekvivalenci protiplnění.<sup>83</sup> Stejně tak v případě donátorského crowdfundingu se uplatní úprava darovací smlouvy.<sup>84</sup>

Na crowdfunding se vztahují i některé předpisy v oblasti ochrany spotřebitele, aplikovatelné zejména v souvislosti s nefinančním crowdfundingem. Konkrétně Směrnice o některých aspektech smluv o prodeji zboží, Směrnice o právech spotřebitelů a Směrnice o nepřiměřených podmínkách ve spotřebitelských smlouvách.<sup>85</sup> Tato úprava však může přinést určité komplikace. Konkrétně čl. 9 Směrnice o právech spotřebitelů dává spotřebiteli právo odstoupit od smlouvy do 14 dnů v případě smluv uzavřených na dálku (jak je v případě crowdfundingu pravděpodobné), jehož využití může poměrně zásadně ovlivnit úspěšnost crowdfundingového projektu, nebo například povinnost dodat zboží ve lhůtě 30 dnů dle čl. 18 Směrnice o právech spotřebitelů bude v crowdfundingu spíše nemožné dodržet.<sup>86</sup> Na vnitrostátní úrovni jsou tyto směrnice transponovány zejména prostřednictvím Občanského zákoníku a Zákona o ochraně spotřebitele.<sup>87</sup>

### 2.1.1. Živnostenský zákon a Zákon o veřejných sbírkách

Živnostenský zákon bude obecnou úpravu pro crowdfundingové modely, které nespadnou pod žádný zvláštní předpis a po poskytovateli crowdfundingových služeb tak nebude vyžadováno získání specifického povolení ani dodržování pravidel stanovených zvláštními právními předpisy. Bude se jednat zejména o nefinanční crowdfunding.<sup>88</sup>

Na tyto případy se zpravidla uplatní i Zákon o veřejných sbírkách<sup>89</sup>, kterou smí dle § 1 odst. 1 tohoto zákona pořádat jen právnická osoba a je vymezena jako „*získávání a shromažďování dobrovolných peněžitých příspěvků od předem neurčeného okruhu přispěvatelů pro předem stanovený veřejně prospěšný účel, zejména humanitární nebo charitativní, rozvoj vzdělání, tělovýchovy nebo sportu, nebo ochrana kulturních památek, tradic nebo životního prostředí*“.

---

<sup>83</sup> KLEINER, Caroline. General Report: The Legal Regulation of Crowdfunding. In: KLEINER, Caroline (ed). *Legal Aspects of Crowdfunding. Ius Comparatum - Global Studies in Comparative Law* [online]. Cham: Springer, 2021, roč. 55, s. 59 [cit. 2023-03-25]. ISBN 978-3-030-79264-0. Dostupné z: [https://doi.org/10.1007/978-3-030-79264-0\\_2](https://doi.org/10.1007/978-3-030-79264-0_2).

<sup>84</sup> MACCHIAVELLO, Eugenia a VALENTI, Chiara, op. cit. pozn. 47, 2022, s. 633 [cit. 2023-11-12].

<sup>85</sup> MACCHIAVELLO, Eugenia a VALENTI, Chiara, op. cit. pozn. 47, 2022, s. 628–631 [cit. 2023-11-12]. Citovaná literatura rozebírá Směrnici Evropského parlamentu a Rady 1999/44/ES ze dne 25. května 1999 o některých aspektech prodeje spotřebního zboží a záruk na toto zboží, ta byla nicméně zrušena Směrnici některých aspektech smluv o prodeji zboží, proto zde uvádím tuto.

<sup>86</sup> J Biemans, ‘Reward-Based Crowdfunding and EU Consumer Rights’ (2020) *European Review of Private Law*. 64 ff. citováno MACCHIAVELLO, Eugenia a VALENTI, Chiara, op. cit. pozn. 47, 2022, s. 630 [cit. 2023-11-12].

<sup>87</sup> Důvodová zpráva k zákonu č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, č. 89/2012 Dz [online]. s. [cit. 2023-11-27]. Dostupné z: <http://obcanskyzakonik.justice.cz/images/pdf/Duvodova-zprava-NOZ-konsolidovana-verze.pdf>, výklad k § 1810–1840 Občanského zákoníku, § 1 odst. 1 Zákona o ochraně spotřebitele.

<sup>88</sup> HRDLIČKA, Lukáš a ŠMIRAUŠOVÁ, Petra. Právní regulace licencí provozovatelů crowdfundingových platform. In: PICHRT, Jan; BOHÁČ, Radim, ELISCHER, David; KOPECKÝ, Martin a MORÁVEK, Jakub (eds.). *Sdílená ekonomika a delikty*. 1. Vydání. Praha: Wolters Kluwer, 2018, s. 170-171. ISBN 978-80-7598-236-0.

<sup>89</sup> Ibid, s. 170 (viz tamní pozn. pod čarou č. 40).

## 2.2. Regulace finančního crowdfundingu na unijní úrovni

Před přijetím nového unijního nařízení v roce 2020 nebyl crowdfunding na unijní úrovni předmětem samostatného opatření.<sup>90</sup> Ani ve většině členských států zvláštní úprava crowdfundingu neexistovala (výjimkou jsou například Francie nebo Itálie, které přijaly zvláštní úpravu finančního crowdfundingu) a problematika zůstávala upravena platnými předpisy, případně existovaly na *soft law* nástroje (například v Belgii nebo Nizozemí). Finanční crowdfunding mohl spadat pod bankovní regulaci nebo regulaci kapitálových trhů.<sup>91</sup>

Crowdfunding tak spadal pod řadu obecnějších právních předpisů. V závislosti na obchodním modelu se na investiční crowdfunding dle ESMA mohly uplatnit zejména následující předpisy:

- Směrnice o prospektu (dnes nahrazena Nařízením o prospektu),
- MiFID I (dnes nahrazena MiFID II),
- Směrnice o systémech pro odškodnění investorů,
- Směrnice o zneužívání trhu (dnes nahrazena Nařízením o zneužívání trhu),
- AIFMD,
- Nařízení o evropských fondech rizikového kapitálu,
- Nařízení o evropských fondech sociálního podnikání,
- Směrnice o uvádění finančních služeb pro spotřebitele na trh na dálku,
- AML Směrnice (Třetí AML Směrnice byla nahrazena AML Směrnici).<sup>92</sup>

Na úvěrový crowdfunding by se potom dle EBA mohly uplatnit následující předpisy:

- PSD 1 (nahrazena PSD 2),
- EMD,
- AML Směrnice (Třetí AML Směrnice byla nahrazena AML Směrnici),
- CCD a MCD.<sup>93</sup>

EBA mimo tyto výše uvedené zmiňuje ještě CRD a CRR. V rámci posouzení aplikace těchto předpisů se zaměřila na úvěrové instituce, jejichž činnost dle čl. 4 odst. 1 bod 1 písm. a) CRR i čl. 3 odst. 1 bod 1 CRD zahrnuje „*přijímání vkladů nebo jiných splatných peněžních prostředků od veřejnosti a poskytování úvěrů na vlastní účet*“. Obě vymezené činnosti však musí být vykonávány kumulativně, což standardně nebude případ poskytovatelů crowdfundingových služeb, a z toho důvodu se na crowdfunding CRD a CRR spíše neuplatní.<sup>94</sup>

---

<sup>90</sup> EVROPSKÁ KOMISE, 2018a, op. cit. pozn. 52, s. 2 [cit. 2023-06-25].

<sup>91</sup> ESMA SECURITIES AND MARKETS STAKEHOLDER GROUP, 2014, op. cit. pozn. 38, s. 5–6 [cit. 2023-06-25].

<sup>92</sup> ESMA, 2014, op. cit. pozn. 16, s. 13–27 [cit. 2023-11-27].

<sup>93</sup> EBA, 2015, op. cit. pozn. 33, s. 24–25, 31 [cit. 2023-11-27].

<sup>94</sup> Ibid, s. 25.

Působnost CCD a MCD potom detailně rozebírám níže v souvislosti s vynětím vlastníků projektů, kteří jsou spotřebiteli, z působnosti Nařízení o crowdfundingu.

Co se týče souběhu různých povolovacích režimů, mělo by být umožněno držet zároveň více povolení. Recitál 35 preambule Nařízení výslovně připouští souběh povolení poskytovatele služeb skupinového financování dle Nařízení s povolením podle MiFID II, EMD, CRD nebo PSD 2. Povolovací režim pro subjekty s některým z uvedených povolení by navíc měl být zjednodušený. Tímto způsobem lze také překročit limit 5 000 000 EUR pro protiplnění nabídek skupinového financování stanovený v čl. 1 odst. 2 písm. c) Nařízení.<sup>95</sup> Dle čl. 12 odst. 13 Nařízení mohou poskytovatelé služeb skupinového financování v souladu s příslušnými právními předpisy vedle služeb skupinového financování poskytovaných dle Nařízení vykonávat i další činnosti. Skrze crowdfunding by tak šlo například nabízet i cenné papíry přesahující zmíněný limit.<sup>96</sup>

### 2.2.1. PSD 2

Čl. 1 odst. 1 PSD 2, která nahradila předchozí PSD 1, rozlišuje různé kategorie poskytovatelů platebních služeb, přičemž čl. 11 odst. 1 PSD 2 dále stanoví povinnost získat povolení platební instituce pro vymezené podniky, pokud mají v úmyslu poskytovat platební služby. Vzhledem k různorodosti modelů však nemusí být poskytovatelé crowdfundingových služeb přímo zapojeni do poskytování platebních služeb a příjem a převod platebních prostředků mezi zúčastněnými stranami může zajišťovat třetí strana s příslušným povolením.<sup>97</sup> Dle ESMA jsou z platebních služeb pro crowdfunding relevantní:

- služby umožňující vložení hotovosti na platební účet a výběr hotovosti z platebního účtu, včetně operací nutných pro jeho vedení<sup>98</sup>;
- provádění platebních transakcí<sup>99</sup>;
- vydávání platebních prostředků nebo akceptace platebních transakcí<sup>100</sup>;
- poukazování peněz<sup>101</sup>.<sup>102</sup>

---

<sup>95</sup> HAKVOORT, Anne. Secondary Trading of Crowdfunding Investments. In: ORTOLANI, Pietro a LOUISSE, Marije (eds.). *The EU Crowdfunding Regulation*. 1. vydání. New York: Oxford University Press, 2021, s. 273. ISBN: 9780192856395.

<sup>96</sup> JOKLÍKOVÁ, Kateřina, 2022, op. cit. pozn. 48, s. 32.

<sup>97</sup> ESMA, 2014, op. cit. pozn. 16, s. 37 [cit. 2023-11-27].

<sup>98</sup> Čl. 4 odst. 3 ve spojení s bodem 1 a 2 přílohy 1 k PSD 2.

<sup>99</sup> Čl. 4 odst. 3 ve spojení s bodem 3 přílohy 1 k PSD 2

<sup>100</sup> Čl. 4 odst. 3 ve spojení s bodem 5 přílohy 1 k PSD 2.

<sup>101</sup> Čl. 4 odst. 3 ve spojení s bodem 6 přílohy 1 k PSD 2.

<sup>102</sup> ESMA, 2014, op. cit. pozn. 16, s. 38–39 [cit. 2023-11-27].

### 2.2.2. MiFID II

Před přijetím Nařízení mohl investiční crowdfunding dle ESMA představovat také investiční službu nebo činnost<sup>103</sup> ve vztahu k finančním nástrojům (konkrétně převoditelným cenným papírům nebo podílovým jednotkám subjektů kolektivního investování<sup>104</sup>) a bylo proto nutné získat příslušné povolení dle čl. 5 odst. 1 MiFID II. Regulační požadavky se potom mohou dále lišit dle poskytovaných investičních služeb a vykonávaných investičních činností.<sup>105</sup> Zároveň se režim MiFID II použije i nadále, pokud subjekt naplní uvedené podmínky a nebude spadat pod Nařízení, tj. neuplatní se na něj výjimka z režimu MiFID II zavedená pro poskytovatele služeb skupinového financování dle čl. 1 Směrnice o crowdfundingu.<sup>106</sup> Dle recitálu 3 této směrnice byli mezi výjimky z režimu MiFID II zařazeni výslovně i poskytovatelé služeb skupinového financování, a to pro zajištění právní jistoty a aby nedošlo k situaci, kdy bude stejná činnost podléhat různým povolením.

Crowdfundingová platforma může v rámci MiFID II být investičním podnikem, může ji provozovat investiční podnik nebo úvěrová instituce s povolením dle MiFID II anebo může být vázaným zástupcem těchto subjektů, pokud jej členský stát povoluje, přičemž pokaždé by platila pravidla MiFID II sloužící k ochraně klienta.<sup>107</sup> Česká vnitrostátní úprava rovněž upravuje možnost vázaného zástupce, a to v § 32a a násl. ZPKT.

Abyste poskytovatelé crowdfundingových služeb vyhnuli režimu MiFID II, musí zůstat v mezích Nařízení, hranice mezi oběma režimy je však tenká.<sup>108</sup> Rozlišovacím prvkem by mohlo být využití crowdfundingové platformy, kterou čl. 2 odst. 1 písm. d) Nařízení definuje jako „*veřejně přístupný internetový informační systém, který provozuje nebo řídí poskytovatel služeb skupinového financování*“. Činnosti dle MiFID II lze však také vykonávat skrze prostředky, které tuto definici naplní. Nařízení ale i vzhledem k recitálu 10 preambule nemá za cíl zavést povinnost pro tyto osoby získat také povolení poskytovatele služeb skupinového financování.<sup>109</sup> Dle recitálu 10 preambule Nařízení je odlišovacím prvkem současné umístování převoditelných cenných papírů a nástrojů přijatých pro účely skupinového financování a přijímání a předávání pokynů klientů ve vztahu k nim, ale i v režimu MiFID II lze poskytovat obě zmíněné investiční služby

---

<sup>103</sup> Čl. 4 odst. 1 bodu 2) ve spojení s oddílem A přílohy 1 k MiFID II.

<sup>104</sup> Čl. 4 odst. 1 bodu 15) ve spojení s bodem 1 a 3 oddílu C přílohy 1 MiFID II.

<sup>105</sup> ESMA, 2014, op. cit. pozn. 16, s. 14–15 [cit. 2023-11-27].

<sup>106</sup> IVANOVA, Petja. The Scope of the Crowdfunding Regulation and the Impact of Brexit. In: ORTOLANI, Pietro a LOUISSE, Marije (eds.). *The EU Crowdfunding Regulation*. 1. vydání. New York: Oxford University Press, 2021, s. 54. ISBN: 9780192856395.

<sup>107</sup> ESMA, 2014, op. cit. pozn. 16, s. 20 [cit. 2023-11-27].

<sup>108</sup> HAKVOORT, Anne, 2021, op. cit. pozn. 95, s. 268–269, 271.

<sup>109</sup> Ibid, s. 271.

zároveň.<sup>110</sup> Na rozdíl od MiFID II je v režimu Nařízení financován projekt skupinového financování, jeho vymezení v čl. 2 odst. 1 písm. l) Nařízení („*podnikatelská činnost nebo činnosti, pro které vlastník projektu hledá financování prostřednictvím nabídky skupinového financování*“) ani vymezení nabídky skupinového financování v čl. 2 odst. 1 písm. f) Nařízení („*jakékoli sdělení poskytovatele služeb skupinového financování v jakékoli podobě a jakýmkoli způsobem, které uvádí dostatečné informace o podmínkách nabídky a nabízeném projektu skupinového financování tak, aby investor mohl do projektu skupinového financování investovat*“) nejsou jasným vodítkem.<sup>111</sup> Dále recitálu 10 preambule má být Nařízení zaměřeno na financování projektů, na které se skládá velké množství zejména fyzických osob skrze veřejně přístupnou internetovou platformu. Regulované činnosti takto ale samotné Nařízení nevymezuje a nemusí tak být dostatečně jisté, že subjekty nepotřebují rovněž povolení dle Nařízení o crowdfundingu.<sup>112</sup> Vzhledem k obezřetnosti regulace i dohledu (viz níže ohledně společnosti RONDA Invest, a.s.) by regulace měla přinášet jasnější odpovědi.

Zároveň dle recitálu 22 preambule Nařízení platí, že v rámci crowdfundingu je využívání struktur jako SPV omezeno pouze pro získání účasti na nelikvidním nebo nedělitelném aktivu. Nařízení o crowdfundingu má usnadňovat přímé financování bez zapojení tradičního finančního zprostředkovatele a poskytovatelé služeb skupinového financování tedy nemohou vykonávat činnosti regulované jinými právními předpisy (například MiFID II, AIFMD a UCITS).<sup>113</sup>

Dalším aspektem vztahu mezi oběma režimy je vymezení činností spadajících pod režim Nařízení (jak popisují dále) prostřednictvím ustanovení MiFID II, které kvůli rozdílům v implementaci MiFID II narušuje harmonizaci crowdfundingu.<sup>114</sup> Ačkoliv jsou poskytovatelé služeb skupinového financování vyňati z MiFID II, několik konceptů je odkazem na MiFID II vymezeno (jak jsem již rozvedla výše v kapitole k aplikovatelným právním předpisům). Unijní zákonodárce tyto koncepty neupravil autonomněji pro crowdfunding, čímž by více eliminoval nejasnosti i rozdíly mezi vnitrostátními přístupy. Blízkost crowdfundingu k MiFID II může vést i k tomu, že poskytovatelé služeb skupinového financování budou vzhledem k možným nejasnostem raději spoléhat na přísnější tradiční opatření.<sup>115</sup>

---

<sup>110</sup> Ibid, s. 271.

<sup>111</sup> Ibid, s. 271–272.

<sup>112</sup> Ibid, s. 272.

<sup>113</sup> IVANOVA, Petja, 2021, op. cit. pozn. 106, s. 57.

<sup>114</sup> Ibid, s. 63.

<sup>115</sup> MACCHIAVELO, 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. 597, [cit. 2024-06-26]. Dostupné z: <https://doi.org/10.54648/eulr2021020>.

### 2.2.3. Nařízení o prospektu

Nařízení o prospektu, které by se dle ESMA rovněž mohlo použít<sup>116</sup>, stanoví povinnost uveřejnění prospektu při veřejné nabídce cenných papírů a stanoví požadavky na jeho sestavení, schválení a šíření.<sup>117</sup> Veřejnou nabídku cenných papírů Nařízení o prospektu v čl. 2 písm. d) definuje jako „sdělení osobám v jakékoli podobě a jakýmkoli způsobem, které uvádí dostatečné informace o podmínkách nabídky a cenných papírech, které jsou nabízeny, tak, aby byl investor schopen rozhodnout se o koupi nebo o upsání těchto cenných papírů. Tato definice se vztahuje i na umístění cenných papírů finančními zprostředkovateli“. Naplnění této definice však ještě neznamená, že bude poskytovatel crowdfundingových služeb muset prospekt vydat. Nařízení vymezuje řadu výjimek, na které se povinnost neuplatní – výjimky pro určité druhy cenných papírů (např. podílové jednotky vydané subjekty kolektivního investování jinými než uzavřeného typu dle čl. 1 odst. 2 písm. a) Nařízení o prospektu), výjimku pro nabídky s celkovým protiplněním do 1 000 000 EUR za 12 měsíců na území EU dle čl. 1 odst. 3 Nařízení o prospektu a výjimku pro určité druhy veřejných nabídek (např. nabídku s jednotkovou jmenovitou hodnotou ve výši nejméně 100 000 EUR dle čl. 1 odst. 4 písm. c) Nařízení o prospektu). Povinnost uveřejnit prospekt tak bude záviset na mnoha faktorech a bude se lišit případ od případu.

### 2.2.4. UCITS

Mezi aplikovatelné režimy je zařazována i směrnice UCITS.<sup>118</sup> Tato směrnice dle čl. 1 odst. 1 UCITS představuje unijní úpravu subjektů kolektivního investování, které investují do převoditelných cenných papírů. Tyto subjekty dle UCITS buď mají za výhradní předmět činnosti kolektivní investování kapitálu získaného od veřejnosti do převoditelných cenných papírů či jiných likvidních finančních aktiv, a to na základě zásady rozložení rizika, anebo jejich podílové jednotky jsou na žádost podílníků odkoupeny či vyplaceny z aktiv těchto subjektů.<sup>119</sup> Subjekt k popsání činnosti potřebuje povolení dle čl. 5 odst. 1 UCITS.

#### 2.2.1. AIFMD

ESMA uvádí, že platformy, které využívají model nepřímých investic, využívají pro tyto účely typicky SPV. To může být alternativním investičním fondem, pokud se bude jednat o kolektivní investiční fond a nespadne pod UCITS.<sup>120</sup> Alternativním investičním fondem je dle čl. 4 odst. 1

---

<sup>116</sup> ESMA, 2014, op. cit. pozn. 16, s. 13 [cit. 2023-11-27].

<sup>117</sup> Čl. 1 odst. 1 Nařízení o prospektu.

<sup>118</sup> NĚMEC, Libor a ZAHŘÁNKOVÁ, Jana, 2019, op. cit. pozn. 32, s. 59.

<sup>119</sup> Čl. 1 odst. 2 písm. a) a b) UCITS.

<sup>120</sup> ESMA, 2014, op. cit. pozn. 16, s. 21 [cit. 2023-11-27].

písm. a) AIFMD subjekt kolektivního investování, který získává kapitál od investorů s cílem jej investovat dle určité investiční politiky a zároveň není povinen získat povolení dle UCITS. Alternativní investiční fond je potom spravovaný správcem, kterým může být pouze právnická osoba a který musí mít povolení dle AIFMD.<sup>121</sup>

### **2.2.2. Směrnice o uvádění finančních služeb pro spotřebitele na trh na dálku**

Dle ESMA se může uplatnit i tato směrnice<sup>122</sup>, která se použije, pokud investorem bude spotřebitel, který uzavírá smlouvu o finančních službách s poskytovatelem crowdfundingových služeb na dálku (tj. za použití prostředku dálkové komunikace).<sup>123</sup> Tato směrnice ukládá poskytovateli zejména informační povinnosti vztahující se k jeho osobě, poskytované finanční službě, o smlouvě uzavřené na dálku a o opravných prostředcích.<sup>124</sup> Dle směrnice má spotřebitel rovněž právo na odstoupení od smlouvy ve lhůtě 14 dnů. To neplatí v případě finančních služeb, jejichž cena je závislá na kolísání finančních trhů mimo kontrolu poskytovatele, jako jsou mimo jiné služby související s převoditelnými cennými papíry nebo podíly v podnicích kolektivního investování.<sup>125</sup>

### **2.2.3. Směrnice o systémech pro odškodnění investorů**

Mezi aplikovatelné směrnice dále patří Směrnice o systémech pro odškodnění investorů<sup>126</sup>, která stanoví minimální úroveň odškodnění investora pro případ, že investiční podnik není schopen plnit své závazky.<sup>127</sup> Systému pro odškodnění investorů se musí účastnit každý investiční podnik, jinak nemůže vykonávat žádné hlavní investiční služby (a vedlejší investiční službu úschova a správa jednoho či více nástrojů).<sup>128</sup>

### **2.2.4. Nařízení o zneužívání trhu**

Nařízení o zneužívání trhu nahradilo dřívější Směrnici o zneužívání trhu<sup>129</sup>, která se rovněž na crowdfunding mohla uplatnit.<sup>130</sup> Zavádí opatření proti zneužití trhu – pravidla ohledně

<sup>121</sup> Čl. 4 odst. 1 písm. b) ve spojení s čl. 5 odst. 1 a čl. 6 odst. 1 AIFMD.

<sup>122</sup> ESMA, 2014, op. cit. pozn. 16, s. 26–27 [cit. 2023-11-27].

<sup>123</sup> Čl. 1 odst. 1 ve spojení s čl. 2 písm. a) Směrnice o uvádění finančních služeb pro spotřebitele na trh na dálku.

<sup>124</sup> Čl. 3 odst. 1 bod 1, 2, 3 a 4 Směrnice o uvádění finančních služeb pro spotřebitele na trh na dálku.

<sup>125</sup> Čl. 6 odst. 1 a čl. 6 odst. 2 písm. a) Směrnice o uvádění finančních služeb pro spotřebitele na trh na dálku.

<sup>126</sup> ESMA, 2014, op. cit. pozn. 16, s. 20 [cit. 2023-11-27].

<sup>127</sup> Recitál 11 Preambule Směrnice o systémech pro odškodnění investorů, čl. 2 odst. 2 ve spojení s čl. 4 odst. 1 Směrnice o systémech pro odškodnění investorů.

<sup>128</sup> Čl. 1 odst. 1 ve spojení s čl. 2 odst. 1 a čl. 1 odst. 2 Směrnice o systémech pro odškodnění investorů.

<sup>129</sup> Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES ze dne 28. ledna 2003 o obchodování zasvěcených osob a manipulaci s trhem (zneužívání trhu).

<sup>130</sup> ESMA, 2014, op. cit. pozn. 16, s. 21 [cit. 2023-11-27].

obchodování zasvěcených osob, nedovoleného zpřístupnění vnitřní informace a manipulace s trhem.<sup>131</sup> Nařízení má vymezenou působnost na stanovené finanční nástroje (např. finanční nástroje přijaté k obchodování na regulovaném trhu nebo finanční nástroje obchodované v mnohostranném nebo organizovaném obchodním systému)<sup>132</sup>. Tyto nástroje zpravidla nebudou nabízeny na crowdfundingové platformě a toto nařízení se tedy neuplatní.<sup>133</sup>

### **2.2.5. Nařízení o evropských fondech rizikového kapitálu**

Mezi aplikovatelné předpisy dále patří toto nařízení<sup>134</sup>, kdy dle recitálu 1 preambule fondy rizikového kapitálu poskytují finance malým podnikům s velkým potenciálem v prvotních fázích. Nařízení upravuje podmínky použití označení „EuVECA“ správci subjektů kolektivního investování při nabízení kvalifikovaných fondů rizikového kapitálu a získávání financí pod tímto označením.<sup>135</sup> Subjektem kolektivního investování je dle čl. 3 písm. a) tohoto nařízení alternativní investiční fond ve smyslu AIFMD. Kvalifikovaný fond rizikového kapitálu je potom subjekt kolektivního investování, který má v úmyslu investovat alespoň 70 % z celkových vkladů do tzv. kvalifikovaných investic, kterými jsou vymezené nástroje vydané podniky kvalifikovanými pro portfolio, úvěry poskytnuté podniky kvalifikovanými pro portfolio a podíly v podnicích kvalifikovaných pro portfolio nebo jiných kvalifikovaných fondech rizikového kapitálu při splnění dalších stanovených podmínek.<sup>136</sup> Podniky kvalifikované pro portfolio jsou dle čl. 3 písm. d) tohoto nařízení podniky nepřijaté k obchodování na regulovaného trhu nebo v mnohostranném obchodním systému ve smyslu čl. 4 odst. 1 bodech 14 a 15 MiFID II, mají méně než 250 zaměstnanců a roční obrat nižší než 50 mil. EUR nebo konečnou rozvahu nižší než 43 mil. EUR při splnění dalších podmínek. Dle čl. 6 tohoto nařízení lze investice do „EuVECA“ fondů nabízet pouze profesionálním klientům dle oddílu I přílohy II MiFID II nebo profesionálním klientům na žádost dle oddílu II přílohy II MiFID II a investorům, kteří se zaváží k investici v minimální výši 100 000 EUR anebo písemně prohlásí, že jsou si vědomi souvisejících rizik.

Označení „EuVECA“ může být vhodné při využití struktury alternativního investičního fondu pro nepřímé investice do crowdfundingových projektů z důvodu možných nižších kapitálovým požadavkům než v režimu AIFMD. Oproti AIFMD navíc přináší pas.<sup>137</sup>

---

<sup>131</sup> Čl. 1 Nařízení o zneužívání trhu.

<sup>132</sup> Čl. 2 odst. 1 písm. a) a b) Nařízení o zneužívání trhu.

<sup>133</sup> NĚMEC, Libor a ZAHŘÁNKOVÁ, Jana, 2019, op. cit. pozn. 32, s. 70.

<sup>134</sup> ESMA, 2014, op. cit. pozn. 16, s. 25–26 [cit. 2023-11-27].

<sup>135</sup> Recitál 4 preambule Nařízení o evropských fondech rizikového kapitálu ve spojení s čl. 1 Nařízení o evropských fondech rizikového kapitálu.

<sup>136</sup> Čl. 3 písm. b), e) a d) Nařízení o evropských fondech rizikového kapitálu.

<sup>137</sup> ESMA, 2014, op. cit. pozn. 16, s. 26 [cit. 2023-11-27].



### **2.2.6. Nařízení o evropských fondech sociálního podnikání**

Nařízení o evropských fondech sociálního podnikání, rovněž aplikovatelné v souvislosti s crowdfundingem, obdobným způsobem jako v případě Nařízení o evropských fondech rizikového kapitálu<sup>138</sup> dle čl. 1 tohoto nařízení upravuje podmínky použití označení „EuSEF“ správci subjektů kolektivního investování při nabízení kvalifikovaných fondů sociálního podnikání. Dle čl. 6 tohoto nařízení lze rovněž investice do „EuSEF“ fondů nabízet pouze profesionálním klientům dle oddílu I přílohy II MiFID II nebo profesionálním klientům na žádost dle oddílu II přílohy II MiFID II a investorům, kteří se zaváží k investici v minimální výši 100 000 EUR anebo písemně prohlásí, že jsou si vědomi souvisejících rizik.

### **2.2.7. AML Směrnice**

AML Směrnice vymezuje v čl. 1 odst. 3 jaké jednání je praním špinavých peněz a v čl. 2 odst. 1 povinné osoby, na které se vztahuje. Povinnou osobou ve smyslu čl. 2 odst. 1 bodu 2 AML Směrnice i finanční instituce, kterou je dle čl. 3 odst. 2 písm. c) AML Směrnice rovněž investiční podnik ve smyslu MiFID II a dle čl. 3 odst. 2 písm. d) AML Směrnice subjekt kolektivního investování obchodující se svými podíly nebo akciemi. Dále čl. 3 odst. 2 písm. a) AML Směrnice řadí mezi finanční instituce jakožto povinné osoby dle čl. 2 odst. 1 bodu 2 AML Směrnice i podniky, které vykonávají některé činnosti vymezené v příloze 1 ke CRD, mezi které patří například poskytování úvěrů včetně spotřebitelského úvěru dle bodu 2 této přílohy nebo účast na vydávání cenných papírů a poskytování souvisejících služeb dle bodu 8 této přílohy. I tyto činnosti mohou být součástí poskytování crowdfundingových služeb a AML Směrnice se tak může uplatnit.<sup>139</sup>

Pro povinné osoby je stanovena povinnost provést hloubkovou kontrolu klienta při stanovených okolnostech dle čl. 11 AML Směrnice, kterou směrnice podrobně upravuje v čl. 13, včetně jejích modifikací (zjednodušená dle čl. 15 AML Směrnice a zesílená dle čl. 18 AML Směrnice). Dále jsou stanoveny rovněž povinnosti ve vztahu ke zveřejnění informací o skutečném majiteli dle čl. 30 AML Směrnice nebo oznamovací povinnost v případě podezřelé transakce dle čl. 33 AML Směrnice a další.

---

<sup>138</sup> Ibid, s. 26.

<sup>139</sup> Ibid, s. 27.

Evropská komise identifikovala skupinové financování jako oblast značně vystavenou riziku praní špinavých peněz a financování terorismu.<sup>140</sup> Zároveň apeluje na členské státy se zvážením, zda do režimu AML Směrnice v rámci stanovené diskrece nezařadit i skupinové financování.<sup>141</sup> AML Směrnice totiž v čl. 4 odst. 1 ukládá členským státům vztáhnout její působnost i na další profese a kategorie podniků, které provádějí činnosti, u nichž je zvláště pravděpodobné jejich využití k praní peněz nebo financování terorismu.

V této oblasti vydala Evropská komise návrh nového nařízení, které by mezi povinné osoby zařadilo poskytovatele služeb skupinového financování, kteří nespádají do působnosti Nařízení o crowdfundingu. Vynětí poskytovatelů crowdfundingových služeb působících v režimu Nařízení odůvodnila Evropská komise tím, že samotné Nařízení poskytuje určitou ochranu proti praní špinavých peněz a financování terorismu.<sup>142</sup> Vznikla by tak určitá nerovnost mezi poskytovateli crowdfundingových služeb v rámci nefinančního crowdfundingu a v rámci finančního crowdfundingu.<sup>143</sup>

### 2.2.8. EMD

Poskytovatel crowdfundingových služeb by mohl působit také jako instituce elektronických peněz, pokud by finanční prostředky přijaté od investorů následně vyplácel prostřednictvím elektronické peněženky. Využití těchto prostředků by však nesmělo být omezeno pro účely v rámci dané platformy, jelikož EMD se uplatní pouze pokud je přijímá i jiná osoba, než jejich vydavatel, jak plyne z vymezení elektronických peněz.<sup>144</sup> Těmi se dle čl. 2 bodu 2 EMD rozumí „elektronicky, a to i magneticky, uchovávaná peněžní hodnota vyjádřená pohledávkou za vydavatelem, vydaná proti přijetí peněžních prostředků za účelem provádění platebních transakcí vymezených v čl. 4 bodě 5 směrnice 2007/64/ES a přijímaná jinou fyzickou či právnickou osobou, než je vydavatel elektronických peněz“. Výhoda režimu instituce elektronických peněz spočívá

---

<sup>140</sup> EVROPSKÁ KOMISE. Zpráva Komise Evropskému parlamentu a Radě o posouzení rizik praní peněz a financování terorismu, která mají dopad na vnitřní trh a souvisejí s přeshraničními činnostmi. COM(2017) 340 final. In: *Eur-lex.europa.eu* [online]. Brusel: 2017, s. 4 [cit. 2023-11-25]. Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52017DC0340>.

<sup>141</sup> Ibid, s. 19.

<sup>142</sup> EVROPSKÁ KOMISE. Návrh Nařízení Evropského parlamentu a Rady o předcházení využívání finančního systému k praní peněz nebo financování terorismu. COM(2021) 420 final. In: *Eur-lex.europa.eu* [online]. Brusel: 2021a, s. 2, 4, 8 [cit. 2023-11-25], Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52021PC0420>; konkrétně viz čl. 3 bod 3 písm. h) tohoto návrhu.

<sup>143</sup> MACCHIAVELLO, Eugenia a VALENTI, Chiara, op. cit. pozn. 47, 2022, s. 645 [cit. 2023-11-12].

<sup>144</sup> EBA, 2015, op. cit. pozn. 33, s. 30 [cit. 2023-11-27].

rovněž v možnosti poskytovat platební služby dle přílohy PSD 2 dle čl. 6 odst. 1 písm. a) EMD, na druhou stranu se dle čl. 7 EMD aplikuje ochrana přijatých peněžních prostředků dle PSD 2.<sup>145</sup>

### 2.3. Regulace finančního crowdfundingu na vnitrostátní úrovni – Česká republika

Před přijetím Nařízení o crowdfundingu neexistovala v České republice právní úprava, která by crowdfunding výslovně a uceleně upravovala. Možná aplikace více právních předpisů vedla k nižší právní jistotě.<sup>146</sup> Vzhledem k tomu, že záměrem této práce je analyzovat ve vztahu k výše vymezeným výzkumným otázkám zejména Nařízení o crowdfundingu, v této kapitole jen stručně vymezím základní přehled.

#### 2.3.1. ZPKT

ESMA podřazuje crowdfunding mimo jiné pod regulaci kapitálových trhů.<sup>147</sup> V České republice se tedy bude jednat o regulaci prostřednictvím ZPKT, který se uplatní, pokud činnost poskytovatelů crowdfundingových služeb naplní definici některé z hlavních investičních služeb dle § 4 odst. 2 ZPKT, které jsou poskytovány ve vztahu k investičním nástrojům, a bude tedy nutné získat povolení obchodníka s cennými papíry dle § 5 odst. 1 ZPKT.<sup>148</sup>

V rámci hlavních investičních služeb dle čl. 4 odst. 1 bodu 2 MiFID II, jejichž koncepce „*upravená v MiFID a návazně v ZPKT primárně vychází ze zachycení faktického výkonu určitých činností na kapitálovém trhu, a to vždy ve vazbě na investiční nástroj*“<sup>149</sup>, půjde v oblasti crowdfundingu dle ESMA zejména o přijímání a předávání pokynů<sup>150</sup> (bod 1 oddíl A přílohy 1 MiFID II, resp. § 4 odst. 2 písm. a) ZPKT<sup>151</sup>), kterými se dle § 4 odst. 4 ZPKT rozumí i zprostředkování obchodů s investičními nástroji. Pokud klienta při uzavírání smlouvy zastupuje crowdfundingová platforma, mohlo by se dle ESMA jednat o provádění pokynů na účet zákazníka<sup>152</sup> (bod 2 oddílu A přílohy 1 MiFID II, resp. § 4 odst. 2 písm. b) ZPKT<sup>153</sup>). V případě umístování investičních nástrojů bez pevného závazku převzetí (bod 7 oddíl A přílohy 1 MiFID II, resp. § 4 odst. 2 písm. i) ZPKT<sup>154</sup>) bude záležet na konkrétní roli crowdfundingové platformy,

---

<sup>145</sup> Ibid, s. 30-31.

<sup>146</sup> HRDLÍČKA, Lukáš a ŠMIRAUŠOVÁ, Petra, 2018, op. cit. pozn. 88, s. 164.

<sup>147</sup> ESMA, 2014, op. cit. pozn. 16, s. 14 [cit. 2023-11-27].

<sup>148</sup> HRDLÍČKA, Lukáš a ŠMIRAUŠOVÁ, Petra, 2018, op. cit. pozn. 88.

<sup>149</sup> HUSTÁK, Zdeněk. § 4 Investiční služby. In: HUSTÁK, Zdeněk, CETLOVÁ, Klára, DOLEŽALOVÁ, Daniela, FRANĚK, Michal, SMUTNÝ, Aleš a ŠOVAR, Jan. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu*. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2012c, s. 61. ISBN 978-80-7400-433-9.

<sup>150</sup> ESMA, 2014, op. cit. pozn. 16, s. 16 [cit. 2023-11-27].

<sup>151</sup> HUSTÁK, Zdeněk, 2012c, op. cit. pozn. 149, s. 64-66.

<sup>152</sup> ESMA, 2014, op. cit. pozn. 16, s. 17 [cit. 2023-11-27].

<sup>153</sup> HUSTÁK, Zdeněk, 2012c, op. cit. pozn. 149, s. 66-68.

<sup>154</sup> Ibid, s. 73.

jelikož samotná veřejná nabídka je upravena Nařízením o prospektu a MiFID II upravuje pouze související aktivity.<sup>155</sup>

Z finančních nástrojů dle čl. 4 odst. 1 bodu 15 MiFID II, půjde o převoditelné cenné papíry (bod 1 oddíl C přílohy 1 MiFID II), případně podílové jednotky subjektů kolektivního investování (bod 3 oddíl C přílohy 1 MiFID II),<sup>156</sup> a tedy o investiční cenné papíry (§ 3 odst. 1 písm. a) ZPKT) a cenné papíry kolektivního investování (§ 3 odst. 1 písm. b) ZPKT).<sup>157</sup> Relevantní mohou být rovněž nástroje umožňující přenos úvěrového rizika dle § 3 odst. 1 písm. e) ZPKT<sup>158</sup>, jak rozebírám podrobně níže v souvislosti s obchodováním s participacemi na úvěrech.

Posouzení konkrétní činnosti, kterou poskytovatel crowdfundingových služeb vykonává, není relevantní pouze pro možnou povinnost získat povolení, ale požadavky na poskytovatele crowdfundingových služeb v návaznosti na konkrétní poskytované investiční služby liší. Rozdíly budou zejména ve výši požadovaného počátečního kapitálu, možnosti využít vymezených výjimek a v požadavcích na výkon samotné činnosti.<sup>159</sup>

### 2.3.2. Zákon o platebním styku

Zákon o platebním styku je vnitrostátní transpozicí PSD 2 a EMD<sup>160</sup> a stanoví, které subjekty mají oprávnění poskytovat platební služby.<sup>161</sup> Pro poskytovatele služeb skupinového financování, na které se tento zákon také může uplatnit, by mohl být nejvhodnější režim poskytovatele platebních služeb malého rozsahu.<sup>162</sup> Úprava poskytovatele platebních služeb v malém rozsahu představuje využití možnosti dané členským státům PSD 2, aby zavedly mírnější regulatorní a dohledový režim pro subjekty, které poskytují platební služby v omezeném rozsahu. Jejich oprávnění však není spojeno jednotným pasem, tudíž svoji činnost nemohou na základě tohoto oprávnění vykonávat i v jiných členských státech.<sup>163</sup> Pro výkon činnosti poskytovatele platebních služeb malého rozsahu je dle § 58 odst. 1 Zákona o platebním styku potřeba povolení ČNB. Měsíční průměr částek platebních transakcí provedených poskytovatelem platebních služeb

---

<sup>155</sup> ESMA, 2014, op. cit. pozn. 16, s. 18 [cit. 2023-11-27].

<sup>156</sup> Ibid, s. 15.

<sup>157</sup> HUSTÁK, Zdeněk. § 3 Investiční nástroje. In: HUSTÁK, Zdeněk, CETLOVÁ, Klára, DOLEŽALOVÁ, Daniela, FRANĚK, Michal, SMUTNÝ, Aleš a ŠOVAR, Jan. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu*. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2012b, s. 52–54. ISBN 978-80-7400-433-9.

<sup>158</sup> HOBZA, Martin, 2021a, op. cit. pozn. 1, s. 190.

<sup>159</sup> ESMA, 2014, op. cit. pozn. 16, s. 16 [cit. 2023-11-27].

<sup>160</sup> § 1 Zákona o platebním styku.

<sup>161</sup> § 5 Zákona o platebním styku.

<sup>162</sup> NĚMEC, Libor a ZAHŘÁNKOVÁ, Jana, 2019, op. cit. pozn. 32, s. 83–84.

<sup>163</sup> Důvodová zpráva k zákonu č. 370/2017 Sb. o platebním styku, č. 370/2017 Dz [online]. s. 138 [cit. 2023-11-27].

Dostupné z: <https://www.psp.cz/sqw/text/orig2.sqw?idd=121274>, výklad k § 58 Zákona o platebním styku.

malého rozsahu může být maximálně v částce odpovídající hodnotě 3 000 000 EUR za období 12 měsíců dle § 58 odst. 2 Zákona o platebním styku.

### 2.3.3. ZISIF

ZISIF do vnitrostátního právního řádu transponuje UCITS a AIFMD.<sup>164</sup> Na poskytovatele crowdfundingových služeb se může uplatnit, pokud by překročil zprostředkovatelský charakter a naplnil definici kolektivního investování, respektive by se mohl uplatnit zákaz obsažený v § 98 ZISIF, „pokud by byl úrok z úvěru navázán na výnosy z určitého projektu“.<sup>165</sup> Ustanovení § 98 ZISIF zakazuje shromažďovat peněžní prostředky od veřejnosti za účelem jejich investování, pokud má být návratnost investice závislá na hodnotě nebo výnosu majetku, do kterého byly investovány, jinak než v režimu ZISIF. O případ aplikace ZISIF na crowdfunding a porušení tohoto zákazu se jednalo v řízení vedeném s crowdfundingovou platformou Investown Technologies s.r.o., která dle zjištění ČNB poskytovala peněžní prostředky shromážděné od veřejnosti skrze úvěry své dceřiné společnosti, která investovala do nemovitostí.<sup>166</sup> Činnost účastníka ČNB posoudila jako společné investování podle investiční strategie<sup>167</sup>, kdy návratnost investice byla závislá na výnosech majetku, do kterého byly prostředky investovány.<sup>168</sup> Dle ČNB se tedy jednalo o porušení zákazu stanoveného v § 98 ZISIF.<sup>169</sup> Toto rozhodnutí dále stručně rozebírám níže.

V rámci fondu kolektivního investování jsou shromažďovány finanční prostředky od veřejnosti skrze vydávání akcií nebo podílových listů, které jsou společně investovány podle stanovené investiční strategie na principu rozložení rizika.<sup>170</sup> Fondy kolektivního investování mají svého obhospodařovatele, který majetek fondu spravuje, investuje na jeho účet a řídí rizika spojená s investováním.<sup>171</sup> Alternativní možností v rámci kolektivního investování by mohla pro poskytovatele crowdfundingových služeb být správa majetku srovnatelná s obhospodařováním.<sup>172</sup> V tomto případě nesmí dle § 16 odst. 1 ZISIF hodnota majetku přesáhnout limit 100 000 000 EUR nebo 500 000 000 EUR při splnění dalších předpokladů.

---

<sup>164</sup> § 1 ZISIF.

<sup>165</sup> NĚMEC, Libor a ZAHŘÁNKOVÁ, Jana, 2019, op. cit. pozn. 32, s. 87.

<sup>166</sup> Rozhodnutí ČNB v případě společnosti Investown Technologies s.r.o., č.j. 2022/102483/570 ze dne 5. října 2022, sp.zn. Sp/2021/246/573 ve znění rozhodnutí bankovní rady ČNB o rozkladu č.j. 2023/12331/CNB/110 ze dne 26. ledna 2023, sp.zn. Sp/2021/246/573; odstavec 56 a 74.

<sup>167</sup> Ibid, odstavec 74.

<sup>168</sup> Ibid, odstavec 76.

<sup>169</sup> Ibid, odstavec 58, 79.

<sup>170</sup> § 93 odst. 1 písm. a) a b) ZISIF.

<sup>171</sup> § 5 odst. 1 ve spojení s § 6 odst. 1 ZISIF.

<sup>172</sup> NĚMEC, Libor a ZAHŘÁNKOVÁ, Jana, 2019, op. cit. pozn. 32, s. 86.

#### 2.3.4. Zákon o bankách

Zákon o bankách představuje vnitrostátní transpozici CRD a navazuje na CRR.<sup>173</sup> Zatímco EBA uzavírá, že typicky se tyto směrnice na crowdfunding neuplatní, když platforma nebude poskytovat úvěry na svůj účet<sup>174</sup>, odborná literatura zmiňuje Zákon o bankách mezi možnými aplikovatelnými předpisy<sup>175</sup>. Dle § 1 odst. 1 Zákona o bankách jsou bankami akciové společnosti, které přijímají vklady od veřejnosti a poskytují úvěry a k výkonu těchto činností mají bankovní licenci. Vkladem se potom dle § 1 odst. 2 písm. a) Zákona o bankách rozumí „svěřené peněžní prostředky, které představují závazek vůči vkladateli na jejich výplatu“. ČNB v souvislosti se zprostředkováním poskytování úvěrů rozlišuje na čí účet jsou peněžní prostředky přijímány. Pokud jsou přijímány na účet jednotlivých dlužníků, budou i závazek je vyplatit nést tyto dlužníci a zprostředkování úvěrů nebude činností úvěrové instituce. Pokud by však zprostředkovatelé úvěru přijímali peněžní prostředky na vlastní účet (i se závazkem je využít k úvěrování třetích osob), byli by zároveň zavázáni vyplatit peněžní prostředky zpět a jednalo by se tedy o činnost úvěrové instituce.<sup>176</sup>

Rozlišení činnosti úvěrové instituce a poskytovatele služeb skupinového financování výslovně adresuje recitál 11 preambule Nařízení, když stanoví, že „[u]možnění poskytování úvěrů, na které se vztahuje oblast působnosti tohoto nařízení, by mělo být odlišeno od činnosti úvěrové instituce, která poskytuje úvěry na vlastní účet a přijímá vklady nebo jiné splatné peněžní prostředky od veřejnosti“. Nařízení dále v čl. 1 odst. 3 upravuje výjimku z povinnosti mít povolení úvěrové instituce v souvislosti s poskytováním crowdfundingových služeb pro vlastníky projektů, kteří ve vztahu k úvěrům umožněným prostřednictvím crowdfundingu přijímají peněžní prostředky od investorů a pro investory, kteří takové úvěry vlastníkům projektů poskytují.

#### 2.3.5. Zákon o spotřebitelském úvěru

V rámci crowdfundingu je dále relevantní Zákon o spotřebitelském úvěru<sup>177</sup>, který do vnitrostátního právního řádu transponuje CCD i MCD.<sup>178</sup> Tento zákon se uplatní na poskytování a zprostředkovávání úvěrů spotřebitelům.<sup>179</sup> Poskytování spotřebitelského úvěru je podmíněno

---

<sup>173</sup> § 1 odst. 1 Zákona o bankách.

<sup>174</sup> EBA, 2015, op. cit. pozn. 33, s. 25 [cit. 2023-11-27].

<sup>175</sup> NĚMEC, Libor a ZAHRÁNKOVÁ, Jana, 2019, op. cit. pozn. 32, s. 88.

<sup>176</sup> ČNB. Zprostředkování půjček, resp. úvěrů. In: *Cnb.cz* [online]. 2010, s. 1 [cit. 2023-11-24]. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/casto-kladene-dotazy/galleries/stanoviska\\_a\\_odpovedi/pdf/zprostredkovani\\_pujcek.pdf](https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/casto-kladene-dotazy/galleries/stanoviska_a_odpovedi/pdf/zprostredkovani_pujcek.pdf).

<sup>177</sup> NĚMEC, Libor a ZAHRÁNKOVÁ, Jana, 2019, op. cit. pozn. 32, s. 89–92.

<sup>178</sup> § 1 Zákona o spotřebitelském úvěru.

<sup>179</sup> § 1 ve spojení s § 2 odst. 1 Zákona o spotřebitelském úvěru.

jedním ze stanovených oprávnění dle zvláštních předpisů<sup>180</sup> nebo povolením nebankovního poskytovatele spotřebitelského úvěru za podmínek stanovených Zákonem o spotřebitelském úvěru<sup>181</sup>. Pro zprostředkování spotřebitelského úvěru je rovněž nutné získat jedno z oprávnění dle Zákona o spotřebitelském úvěru, případně působit jako zahraniční zprostředkovatel.<sup>182</sup>

V souvislosti se Zákonem o spotřebitelském úvěru je relevantní úvěrování spotřebitele v rámci P2P úvěrování. J. Klamo rozlišuje mezi centralizovaným a decentralizovaným modelem, na které se aplikuje odlišný právní rámec. V decentralizovaném modelu uzavírá investor smlouvu přímo s příjemcem úvěru a crowdfundingová platforma je pouze vedlejším účastníkem, který zajišťuje komunikaci a peněžní toky. V centralizovaném modelu investor i příjemce úvěru uzavírají smlouvu s crowdfundingovou platformou a výnos investora je navázán na daný úvěrový případ.<sup>183</sup> Zatímco v případě centralizovaného modelu se zákon o spotřebitelském úvěru uplatní a poskytovatel crowdfundingových služeb by mohl využít režimu nebankovního poskytovatele spotřebitelského úvěru dle § 9 a násl. Zákona o spotřebitelském úvěru, v případě decentralizovaného modelu je situace komplikovanější. Zákon o spotřebitelském úvěru sice upravuje samostatného zprostředkovatele úvěru ve smyslu § 17 a násl., ten však svoji činnost vykonává ve vztahu k poskytovateli spotřebitelského úvěru dle Zákona o spotřebitelském úvěru, což není případ crowdfundingu a situace je tedy nejasná.<sup>184</sup> Tento problém je níže podrobně rozebrán v části věnující se crowdfundingovým službám poskytovaným spotřebiteli jako vlastníku projektu.

### 3. Nařízení o crowdfundingu

V roce 2015 vydala Evropská komise Akční plán pro vytváření unie kapitálových trhů, ve kterém zdůraznila nejvyšší prioritu „*posílit ekonomiku Evropy a stimulovat investice pro vytváření pracovních míst*“.<sup>185</sup> Ačkoliv je volný pohyb kapitálu součástí základů Evropské unie, kapitálové trhy zůstávají zejména v porovnání s USA nedostatečně rozvinuté. Silné kapitálové trhy poskytnou nové financování podnikům, jejich integrace zajistí vyšší efektivitu a pomohou financovat rozvoj Evropy. SMEs by měly dosáhnout na financování stejně snadno jako větší podniky, dostupnost

---

<sup>180</sup> § 7 písm. a) až f) Zákona o spotřebitelském úvěru.

<sup>181</sup> § 7 písm. g) ve spojení s § 9 an. Zákona o spotřebitelském úvěru.

<sup>182</sup> § 16 písm. a) až d) ve spojení s § 17 a násl., § 27 a násl., § 37 a násl. a § 46 a násl. Zákona o spotřebitelském úvěru.

<sup>183</sup> KLAMO, Josef., 2018, op. cit. pozn. 82, s. 174–175.

<sup>184</sup> Ibid, s. 177.

<sup>185</sup> EVROPSKÁ KOMISE. Sdělení Komise Evropskému parlamentu, Radě, Evropskému hospodářskému a sociálnímu výboru a Výboru regionů: Akční plán pro vytváření unie kapitálových trhů. COM(2015) 468 final. In: *Eur-lex.europa.eu* [online]. Brusel, 2015, s. 3 [cit. 2023-11-14]. Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52015DC0468>.

investic by se v EU měla sblížit a financování skrze kapitálové trhy by mělo být jednodušší. Přeshraničnímu investování a financování by neměly bránit zbytečné překážky.<sup>186</sup> Zajištění více možností financování pro SMEs chce Evropská komise dosáhnout i prostřednictvím podpory inovativního financování jako je crowdfunding.<sup>187</sup> V souvislosti s vymezenými prioritami byl přijat balíček legislativních návrhů, mezi kterými byl i návrh Nařízení o crowdfundingu.<sup>188</sup> Úvěrování start-upů a SMEs bylo silně ovlivněno finanční krizí roku 2008, ze které se stále zcela nevzpamatovalo, a způsobený nedostatek kapitálu je jedním z důvodů jejich neúspěchu. Skupinové financování se může být jednou z cest jejich alternativního financování a přispět k unii kapitálových trhů.<sup>189</sup> Evropská komise v této souvislosti uvádí, že jednotný pas zajistí investorům, spotřebitelům i podnikům přístup k výhodám jednotného trhu, pomůže poskytovatelům služeb skupinového financování k expanzi a zlepší tak financování podnikatelů a SMEs.<sup>190</sup> A. F. Cicchiello vhodně shrnuje politické cíle na národní úrovni tak, že spočívají „*v podpoře růstu skupinového financování posilováním integrity a stability vnitřního trhu, aby byl usnadněn vstup na trh a účast subjektů v soutěžních podmínkách a zároveň minimalizována informační asymetrie a zaručena náležitá úroveň transparentnosti a ochrany investorů*“.<sup>191,192</sup> Na unijní úrovni regulace crowdfundingu k tomu lze zmínit ještě orientaci Nařízení na podporu financování SMEs.<sup>193</sup>

Poskytovatelé služeb skupinového financování byli před přijetím Nařízení povinni přizpůsobovat své podnikání rozdílným vnitrostátním právním režimům a pohybovali se tak v rozmezí od minimální regulace až po režimy přísné ochrany investorů, přičemž některé členské státy zařazovaly crowdfunding pod stávající unijní sektorovou regulaci – například MiFID II, PSD 2 nebo AIMFD.<sup>194</sup> Tato roztržitost zvyšovala transakční náklady, bránila poskytování crowdfundingových služeb napříč Unií a vytvářela právní nejistotu, která měla negativní vliv i na

---

<sup>186</sup> Ibid, s. 3-4.

<sup>187</sup> Ibid, s. 4-5.

<sup>188</sup> EVROPSKÁ KOMISE, 2018a, op. cit. pozn. 52, s. 1 [cit. 2023-06-25].

<sup>189</sup> Ibid, s. 1.

<sup>190</sup> EVROPSKÁ KOMISE. Sdělení Komise Evropskému parlamentu, Evropské radě, Radě, Evropskému hospodářskému a sociálnímu výboru a Výboru regionů: Dokončení unie kapitálových trhů do roku 2019 – čas urychlit realizaci. COM(2018) 114 final. In: *Eur-lex.europa.eu* [online]. Brusel, 2018c, s. 3-4 [cit. 2023-11-14]. Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/ALL/?uri=CELEX:52018DC0114>.

<sup>191</sup> CICCHIELLO, Antonella F. Harmonizing the crowdfunding regulation in Europe: need, challenges, and risks. *Journal of Small Business & Entrepreneurship* [online]. Routledge, 2019, roč. 32, č. 6, s. 589 [cit. 2023-11-19]. Dostupné z: <https://doi.org/10.1080/08276331.2019.1603945>. ISSN 2169-2610.

<sup>192</sup> Překlad vlastní: „*to encourage crowdfunding growth by strengthening the internal market integrity and stability in order to facilitate the entry and participation of agents in competitive conditions, and at the same time, to minimize information asymmetries and guarantee a suitable level of transparency and investors protection*“

<sup>193</sup> EVROPSKÁ KOMISE, 2018a, op. cit. pozn. 52, s. 1 [cit. 2023-06-25].

<sup>194</sup> Ibid, s. 2.



investice pomocí crowdfundingu.<sup>195</sup> Dosažení unijního rozměru poskytování crowdfundingových služeb by mohlo znamenat i úspory z rozsahu pro jejich poskytovatele a větší možnost diverzifikace pro investory.<sup>196</sup>

Z těchto důvodů bylo přijato Nařízení o crowdfundingu, které je dle čl. 51 účinné od 10. listopadu 2021. Do 10. listopadu 2022 (nebo do okamžiku udělení povolení dle Nařízení) však trvalo přechodné období, ve kterém mohli poskytovatelé služeb skupinového financování pokračovat ve své činnosti zahrnuté do působnosti Nařízení dle vnitrostátních předpisů. V této lhůtě měly členské státy přijmout opatření umožňující přizpůsobit podnikatelskou činnost poskytovatelů služeb skupinového financování Nařízením o crowdfundingu a přijmout zvláštní postupy, které umožní přeměnu dosavadních vnitrostátních povolení na povolení dle Nařízení.<sup>197</sup> Pokud poskytovatel crowdfundingových služeb příslušné povolení do uplynutí dané lhůty nezíská, neměl by dle recitálu 77 preambule Nařízení nadále vydávat nové nabídky a výzvy pro konkrétní projekty by měly být do tohoto data ukončeny. Komise přechodné období v souladu s čl. 48 odst. 3 Nařízení prodloužila do 10. listopadu 2023, a režim Nařízení se tedy uplatní od tohoto data.<sup>198</sup>

Původně navržený volitelný režim dával poskytovatelům služeb skupinového financování možnost volby mezi režimem Nařízení a vnitrostátním režimem, kdy unijní režim by přinesl jednotný pas umožňující poskytování služeb skupinového financování napříč všemi členskými státy.<sup>199</sup> Takový režim by však způsoboval právní nejistotu ohledně aplikovatelného právního rámce, nakonec byl tedy přijat režim povinný.<sup>200</sup>

#### **4. Působnost Nařízení o crowdfundingu**

V této kapitole se budu věnovat nastavení působnosti Nařízení o crowdfundingu a oblastmi, které jsou z jeho působnosti vyňaty, což v některých případech přináší problematické otázky. Nařízení se vztahuje na úvěrový i investiční crowdfunding, přičemž *„[v] klíčových rysech jednotná regulace obou modelů, které – materiálně posuzováno – sledují tentýž cíl, odpovídá principu jednotné regulace, snižuje riziko regulatorní arbitráže, stejně jako zvyšuje právní jistotu*

---

<sup>195</sup> CICCHIELLO, Antonella, 2019, op. cit. pozn. 191, s. 588 [cit. 2023-11-19].

<sup>196</sup> MACCHIAVELLO, Eugenia. Financial-Return Crowdfunding and Regulatory Approaches in the Shadow Banking, Fintech and Collaborative Finance Era. Forthcoming in: *European Company and Financial Law Review* [online]. 2017, roč. 14, č. 4, s. 29 [cit. 2024-03-28]. Dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=3082192>.

<sup>197</sup> Recitál 76 preambule Nařízení o crowdfundingu, čl. 48 odst. 1 a 2 Nařízení o crowdfundingu.

<sup>198</sup> Čl. 1 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 prodloužuje přechodné období pro další poskytování služeb skupinového financování v souladu s vnitrostátním právem.

<sup>199</sup> EVROPSKÁ KOMISE, 2018a, op. cit. pozn. 52, s. 9 [cit. 2023-06-25].

<sup>200</sup> IVANOVA, Petja, 2021, op. cit. pozn. 106, s. 52.

*zúčastněných stran.*<sup>201</sup> Jak rozeberu v této kapitole dále, pojem crowdfundingu dle Nařízení zároveň nezahrnuje veškeré existující modely a modifikace finančního crowdfundingu.<sup>202</sup>

#### **4.1. Pozitivní vymezení působnosti Nařízení**

Poskytovatelem služeb skupinového financování může být dle čl. 2 odst. 1 písm. e) jen právnická osoba, a ta poskytuje služby skupinového financování dle čl. 2 odst. 1 písm. a) Nařízení. Působnost Nařízení je navíc dle čl. 3 odst. 1 vymezena na právnické osoby usazené v EU. Poskytovatelé crowdfundingových služeb ze třetích zemí jsou tedy z působnosti Nařízení zatím vyňati, ale do budoucna je možné, že je bude třeba zahrnout. Možností by byla klauzule zajišťující rozhodnutí Komise o rovnocennosti, zahrnutí pravidel o přeshraniční spolupráci příslušných orgánů či uzavření mezinárodní smlouvy. Nyní lze však mluvit spíše o přijetí soft-law nástrojů.<sup>203</sup>

##### **4.1.1. Služba skupinového financování**

Služby skupinového financování vymezuje čl. 2 odst. 1 písm. a) Nařízení o crowdfundingu jako „*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) umístování 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“.*

Pod bodem i) je tedy vymezen úvěrový crowdfunding a pod bodem ii) investiční crowdfunding.<sup>204</sup>

#### **4.2. Úvěrový crowdfunding**

Dle recitálu 11 preambule Nařízení by činnosti umožňující poskytování úvěrů měly představovat i „*předkládání nabídek skupinového financování klientům a oceňování nebo hodnocení úvěrového rizika projektů skupinového financování nebo vlastníků projektů*“. Zahrnuty mají být různé modely, které umožňují uzavření úvěrové smlouvy mezi vlastníky projektů a investory prostřednictvím crowdfundingové platformy s tím, že tyto úvěry by měly být spjaty

---

<sup>201</sup> HOBZA, Martin, 2021a, op. cit. pozn. 1, s. 191.

<sup>202</sup> Ibid, s. 190.

<sup>203</sup> IVANOVA, Petja, 2021, op. cit. pozn. 106, s. 63–64.

<sup>204</sup> JOKLÍKOVÁ, Kateřina, 2022, op. cit. pozn. 48, s. 30.

s nepodmíněným závazkem jejich splacení a crowdfundingové platformy nevystupují jako věřitelé vlastníka projektu.

Úvěrem je dle čl. 2 odst. 1 písm. b) Nařízení „*dohoda, v jejímž rámci investor poskytne vlastníkovvi 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*“. Vymezení úvěru však způsobuje nejasnosti.<sup>205</sup>

U decentralizovaných modelů, jak byly podle J. Klama vymezeny výše, ve kterých existuje přímý vztah mezi investorem a vlastníkem projektu<sup>206</sup> je jejich zahrnutí dle M. Hobzy zcela jasné.<sup>207</sup> Případy nepřímého úvěrování, jejichž prvky crowdfundingové modely zpravidla zahrnují, však již tak zřejmé nejsou.<sup>208</sup> Centralizované modely (úvěrovou smlouvu s vlastníkem projektu neuzavírají investoři, ale platforma)<sup>209</sup> a smíšené modely (úvěrovou smlouvu s vlastníkem projektu uzavírá spolupracující zprostředkovatel půjčky)<sup>210</sup> jsou v České republice dokonce převažující<sup>211</sup>.

M. Hobza odlišuje tři modely vztahu mezi investorem, crowdfundingovou platformou a vlastníkem projektu – model zahrnující postoupení pohledávek, participační model a zastoupení investorů crowdfundingovou platformou. U všech tří modelů crowdfundingová platforma zpravidla spravuje investorům splátky od vlastníků projektů. Zároveň u všech tří modelů není jasné, zda naplní definici dohody dle Nařízení. S podporou recitálů 9, 11 a 49 preambule Nařízení by se dle M. Hobzy Nařízení mělo vztáhnout na úvěry, které platforma z právního a ekonomického hlediska opravdu umožňuje.<sup>212</sup> Obdobně K. Joklíková dochází k závěru, že Nařízení se aplikuje „*také v situacích, kdy investor poskytuje úvěr materiálně, ale formálně je vůči vlastníkovvi projektu věřitelem platforma ...*“.<sup>213</sup> Detailněji jsou jednotlivé modifikace rozebrané v následujících podkapitolách.

Jak již bylo výše uvedeno, recitál 11 preambule Nařízení odlišuje činnost poskytovatele crowdfundingových služeb od činnosti úvěrové instituce a v této souvislosti je v čl. 1 odst. 3

---

<sup>205</sup> JOKLÍKOVÁ, Kateřina, 2022, op. cit. pozn. 48, s. 30.

<sup>206</sup> KLAMO, Josef, 2018, op. cit. pozn. 82, s. 174–175.

<sup>207</sup> HOBZA, Martin, 2021a, op. cit. pozn. 1, s. 192; viz také KLAMO, Josef. P2P Lending – novinky v právní úpravě a praxi. In: PICHRT, Jan; BOHÁČ, Radim; MORÁVEK, Jakub (eds.). *Sdílená ekonomika tři roky poté – závěry a perspektivy*. 1. Vydání. Praha: Wolters Kluwer, 2019. s. 190. ISBN 978-80-7598-591-0.

<sup>208</sup> JOKLÍKOVÁ, Kateřina, 2022, op. cit. pozn. 48, s. 30–31.

<sup>209</sup> KLAMO, Josef, 2018, op. cit. pozn. 82, s. 174–176.

<sup>210</sup> KLAMO, Josef. P2P Lending – novinky v právní úpravě a praxi. In: PICHRT, Jan; BOHÁČ, Radim; MORÁVEK, Jakub (eds.). *Sdílená ekonomika tři roky poté – závěry a perspektivy*. 1. Vydání. Praha: Wolters Kluwer, 2019. s. 182–184. ISBN 978-80-7598-591-0.

<sup>211</sup> HOBZA, Martin, 2021a, op. cit. pozn. 1, s. 192.

<sup>212</sup> Ibid, s. 193.

<sup>213</sup> JOKLÍKOVÁ, Kateřina, 2022, op. cit. pozn. 48, s. 31.

Nařízení stanovena výjimka z povinnosti mít povolení úvěrové instituce pro vlastníky projektů a investory. Tato výjimka odstraňuje další administrativní překážky pro financování SMEs.<sup>214</sup>

Úvěr ve smyslu Nařízení musí být dle jeho definice bezpodmínečně splacen. Tato podmínka vylučuje některé existující modely, například pokud investor předem přijímá i podmínky pro případné krácení splácené částky.<sup>215</sup> To může být spjato s navázáním splácení na zisk projektu, které je vyloučeno stejně jako podřízené pohledávky a neúročené úvěry. Část trhu úvěrového crowdfundingu tedy zůstává předmětem odlišné vnitrostátní regulace.<sup>216</sup> Zahrnuty jsou naopak úvěry, které vlastník projektu ve skutečnosti nesplatí, úvěry s jednorázovou splatností (byť definice dohody zahrnuje „*v souladu se splátkovým kalendářem*“) i případy, kdy je úvěrový vztah prodloužen nebo je navýšena částka úvěru.<sup>217</sup>

#### 4.2.1. Nařízení o crowdfundingu a postupování pohledávek z úvěrů

V tomto modelu investor uzavírá s poskytovatelem služeb skupinového financování smlouvu o postoupení pohledávky. Platforma vystupuje jako úvěrující z právního i ekonomického hlediska, jelikož musí úvěr nejprve sama poskytnout, aby pohledávku z něj mohla následně postoupit.<sup>218</sup> Dle již zmíněného recitálu 11 preambule Nařízení platformy umožňují uzavírání úvěrových smluv, „*aniž by poskytovatel služby skupinového financování v kterémkoli okamžiku jednal jako věřitel vlastníka projektu*“, což zřejmě postoupení pohledávek z úvěru prostřednictvím crowdfundingu nespĺňuje.<sup>219</sup> Rovněž ČNB se kloní k tomuto závěru s odkazem na čl. 45 odst. 2 písm. d) Nařízení.<sup>220</sup>

Jedním z aspektů postoupení pohledávky je i vyrozumění dlužníka ohledně postoupení ze strany postupitele nebo jeho prokázání ze strany postupníka. Dokud není postoupení pohledávky oznámeno nebo prokázáno, může dlužník splnit svůj dluh plněním postupiteli dle § 1882 odst. 1 Občanského zákoníku. Výjimku z tohoto pravidla představuje postoupení bez vyrozumění, tedy

<sup>214</sup> IVANOVA, Petja, 2021, op. cit. pozn. 106, s. 61.

<sup>215</sup> HOBZA, Martin, 2021a, op. cit. pozn. 1, s. 192.

<sup>216</sup> MACCHIAVELLO, Eugenia. The Challenges Awaiting the European Crowdfunding Services Providers Regulation: Ready for Launch? *Nordic Journal of Commercial Law* [online]. 2022b, č. 2, s. 96 [cit. 2023-22-12]. Dostupné z: <https://doi.org/10.54337/ojs.njcl.2.7544>. ISSN 1459-9686.

<sup>217</sup> HOBZA, Martin, 2021a, op. cit. pozn. 1, s. 192.

<sup>218</sup> Ibid, s. 193.

<sup>219</sup> VAN POELGEEST, Jonneke a LOUISSE, Marije. The Regulatory Position and Obligations of Project Owners. In: ORTOLANI, Pietro a LOUISSE, Marije (eds.). *The EU Crowdfunding Regulation*. 1. vydání. New York: Oxford University Press, 2021, s. 186. ISBN: 9780192856395.

<sup>220</sup> ČNB. Časté dotazy k nařízení o crowdfundingu. In: *Cnb.cz* [online]. 2023, s. 2 [cit. 2023-10-27]. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/dohled-financi-trh/galleries/legislativni\\_zakladna/obchodovani\\_s\\_OTC\\_derivaty/download/20230328\\_faq\\_k\\_narizeni\\_o\\_crowdfundingu.pdf](https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/dohled-financi-trh/galleries/legislativni_zakladna/obchodovani_s_OTC_derivaty/download/20230328_faq_k_narizeni_o_crowdfundingu.pdf).

tzv. tichá cese, kdy postupitel vymáhá pohledávku za postupníka svým jménem a na jeho účet.<sup>221</sup> Právě to by mohl být případ crowdfundingového modelu postupování pohledávek.<sup>222</sup>

Specifický případ postupování pohledávek představuje tzv. obchodování s fakturami, které spočívá v postupování pohledávek z podnikatelské činnosti s diskontem. Pochází ze zemí, kde jsou časté opožděné platby (například Itálie nebo Španělsko).<sup>223</sup> Dnes se jedná o model s druhým největším podílem na trhu alternativního financování v Evropě.<sup>224</sup>

Investoři se nestávají stranou úvěrové smlouvy, ale stávají se věřiteli z obchodněprávního vztahu.<sup>225</sup> D. Dziuba porovnává obchodování s fakturami s tzv. faktoringem, kdy na specializovanou instituci (například banku) je postoupena pohledávka z obchodního styku – představovaná fakturou – od jejich výstavce před jejich splatností. Postupník zaplatí část vyfakturované částky snížené o diskont a zbytek zaplatí po uhrazení faktury dlužníkem. Faktoring tradičně cílil na velké podniky, zatímco obchodování s fakturami je zaměřeno na SMEs. Zatímco faktoring zahrnuje další služby jako management finanční likvidity, monitorování pohledávek či pojištění, obchodování s fakturami je zaměřeno pouze na financování podnikání, zkracování čekání na platby a zlepšování finanční likvidity podnikatelů.<sup>226</sup> Hlavní výhodou je okamžitá dostupnost kapitálu bez nutnosti uzavírat dlouhodobé smlouvy. Rychlost, nižší náklady a možnost investorů „odkupovat faktury“ odkudkoliv patří mezi jeho další výhody.<sup>227</sup>

Literatura zmiňuje řadu modelů obchodování s fakturami, které se více či méně blíží úvěrovému crowdfundingu. Obchodování s fakturami obecně spočívá v postoupení pohledávky z dodavatelsko-odběratelského vztahu skrze crowdfundingovou platformu, a tedy poskytnutí

---

<sup>221</sup> TINTĚRA, Petr. Změna závazků. In: TINTĚRA, Tomáš; PETR, Pavel. *Základy závazkového práva/ 1. díl. 2.* Vydání. Praha: Leges, 2020, s. 133. ISBN: 978-80-7502-476-3.

<sup>222</sup> ČNB. Povaha participačních smluv z hlediska regulace finančního trhu. In: *Cnb.cz* [online]. 2024 [cit. 2024-05-24]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2024-03/>.

<sup>223</sup> MACCHIAVELLO, Eugenia. The Commission's Interim Report and Prospective Adaptations of the ECSPR (Art 45). In: MACCHIAVELLO, Eugenia (ed.). *Regulation on European Crowdfunding Service Providers For Business: A Commentary. Elgar Commentaries in Financial Law series* [online]. Cheltenham: Edward Elgar Publishing Limited, 2022a, s. 495 [cit. 2023-11-12]. ISBN 9781802209945. Dostupné z: <https://doi.org/10.4337/9781802209945.00044>.

<sup>224</sup> ZIEGLER, Tatiana; SHNEOR, Rotem; WENZLAFF, Karsten; SURESH, Krishnamurthy; PAES, Felipe F. C. et al., 2021, op. cit. pozn. 74, s. 74. [cit. 2023-10-13].

<sup>225</sup> PIATTELLI, Umberto; CARUSO, Sofia. Invoice Trading and Regulation: The Case of Italy. In: MACCHIAVELLO, Eugenia (ed.). *Regulation on European Crowdfunding Service Providers For Business: A Commentary. Elgar Commentaries in Financial Law series* [online]. Cheltenham: Edward Elgar Publishing Limited, 2022, s. 612 [cit. 2023-11-12]. ISBN 9781802209945. Dostupné z: <https://doi.org/10.4337/9781802209945.00053>.

<sup>226</sup> DZIUBA, Dariusz T. Crowdfunding Platforms in Invoice Trading as Alternative Financial Markets. *Roczniki Kolegium Analiz Ekonomicznych* [online]. 2018, č. 49, s. 456-457 [cit. 2023-10-13]. Dostupné z: [https://rocznikikae.sgh.waw.pl/p/roczniki\\_kae\\_z49\\_31.pdf](https://rocznikikae.sgh.waw.pl/p/roczniki_kae_z49_31.pdf)

<sup>227</sup> Ibid, s. 463 [cit. 2023-10-13].

krátkodobého financování a i v tomto případě existují různé modely – aukční prodej, přímý prodej na základě nabídky od platformy nebo sekuritizace více faktur.<sup>228</sup>

Vzhledem k různorodosti modelů se obchodování s fakturami se v řadě znaků od úvěrového crowdfundingu může lišit. Někteří autoři odlišují modely obchodování s fakturami, které jsou blíže faktoringu – věřitelům je postoupena celá pohledávka místo příspěvní malým zlomkem peněžních prostředků na celkovou částku a koncentrace rizika je tak vyšší. Místo veřejnosti se zpravidla jedná o institucionální investory. Riziko samotné může být nižší, neboť dlužníkem bývá větší společnost s historií.<sup>229</sup> Ve vztahu k regulaci lze rozlišit dva modely. V rámci prvního crowdfundingová platforma propojuje postupitele pohledávek s investory. Tento model nespadá do působnosti Nařízení právě proto, že ta nezahrnuje postoupení pohledávky. Uplatní se regulace zprostředkování úvěrů.<sup>230</sup> Vzhledem k tomu, že u obchodování s fakturami jde o pohledávky z dodavatelsko-odběratelských vztahů a nikoli vztahů se spotřebiteli, zprostředkování úvěrů v této podobě není v tuzemsku regulováno.<sup>231</sup> V druhém modelu crowdfundingová platforma odkoupí pohledávku a následně ji prodá investičnímu fondu (popř. SPV), který vydá cenné papíry pro investory. Druhý model je z působnosti Nařízení vyňat vzhledem ke charakteru investičního fondu a spadne pod regulaci poskytování úvěrů a kapitálových trhů.<sup>232</sup> Jelikož popsané modely nemají podobu typického crowdfundingu, tedy nezahrnují účast veřejnosti, je zatím jejich vynětí z působnosti Nařízení ospravedlněno. To však nemusí platit pro novější modely otevřené veřejnosti.<sup>233</sup>

Popsaný model, jehož součástí je úplatné postoupení celé pohledávky institucionálním či profesionálním investorem, je však pouze jedním z modelů obchodování s fakturami. Crowdfundingu bude bližší spíše model popisovaný v kontextu alternativních forem financování, kdy se skrze online platformy postavené na aukčním systému mnoho investorů skládá na odkoupení určité faktury.<sup>234</sup>

V posouzení dopadů Nařízení Evropská komise připouští řadu podob úvěrového crowdfundingu, včetně odkupování diskontovaných faktur.<sup>235</sup> U. Piattelli a S. Caruso odkazují na vymezení poskytování úvěrů v rámci činností podléhající vzájemnému uznání dle bodu 2 přílohy 1 CRD jako na možnou podporu zahrnutí obchodování s fakturami do působnosti Nařízení:

---

<sup>228</sup> PIATTELLI, Umberto a CARUSO, Sofia, 2022, op. cit. pozn. 225, s. 607–608 [cit. 2023-11-12].

<sup>229</sup> MACCHIAVELLO, Eugenia, 2022a, op. cit. pozn. 223, s. 495 [cit. 2023-11-12].

<sup>230</sup> Ibid, s. 495-496.

<sup>231</sup> HOBZA, Martin, 2021a, op. cit. pozn. 1, s. 191-192.

<sup>232</sup> MACCHIAVELLO, Eugenia, 2022a, op. cit. pozn. 223, s. 495 [cit. 2023-11-12].

<sup>233</sup> Ibid, s. 495–496 [cit. 2023-11-12].

<sup>234</sup> DZIUBA, Dariusz T., 2018, op. cit. pozn. 226, č. 49, s. 455-457 [cit. 2023-10-13].

<sup>235</sup> EVROPSKÁ KOMISE, 2018b, op. cit. pozn. 60, s. 11 [cit. 2023-10-15].

„Poskytování úvěrů včetně mimo jiné spotřebitelského úvěru, úvěrových smluv týkajících se nemovitého majetku, faktoringu, s postihem nebo bez postihu, financování obchodních transakcí (včetně forfeitingu).“ Obchodování s fakturami však nesplňuje vymezení úvěrového crowdfundingu dle Nařízení, ledaže by byl převod faktury poskytnutý jako zajištění úvěru.<sup>236</sup>

Aplikace stávajících právních předpisů vzhledem k nezahrnutí tohoto modelu do Nařízení o crowdfundingu pro tyto modely přináší stejné překážky, na které dříve narážely modely nyní jednotně upravené Nařízením a z toho důvodu je potřeba vymezený režim, přičemž nejvhodnější by v této souvislosti bylo obchodování s fakturami výslovně zahrnout do Nařízení o crowdfundingu, a tím jej vyjmout z šedé zóny.<sup>237</sup> Posouzení potřeby zahrnout do působnosti Nařízení i tyto modely má být součástí zprávy Evropské komise dle čl. 45 odst. 2 písm. d) Nařízení. Ačkoliv existují přesvědčivé argumenty, proč by obchodování s fakturami (postupování pohledávek) mělo být zahrnuto, zůstává prozatím mimo působnost Nařízení. Důvody pro vynětí tohoto modelu však nejsou zcela jasné a vzhledem k tržnímu významu tohoto segmentu<sup>238</sup> by jeho zahrnutí bylo dle mého názoru vhodné.

#### 4.2.2. Přenos úvěrového rizika skrze participaci na úvěru

Jak bylo již výše uvedeno, jeden z modelů využívá participace, skrze které se investoři podílí na výnosu z úvěru poskytnutého vlastníkovému projektu platformou, která tak na investory zároveň přenáší související úvěrové riziko.<sup>239</sup> Tyto modely však nenaplní vymezení úvěru podle Nařízení, a proto nespádnou pod jeho působnost.<sup>240</sup>

Participační model byl již předmětem správního řízení se společností RONDA Invest a.s., ve kterém ČNB vydala rozhodnutí o přestupku, v rámci kterého se společnost i ČNB vyjadřovaly i k samému předmětu řízení, tj. šetření ve vztahu k neoprávněné činnosti společnosti.<sup>241</sup> Společnost nabízela investice do úvěrů skrze tzv. participace, které byly představovaly účast na výnosech a zároveň ztrátách určitého úvěru, který společnost poskytla a mohly tedy představovat nástroje

---

<sup>236</sup> PIATTELLI, Umberto a CARUSO, Sofia, 2022, op. cit. pozn. 225, s. 615 [cit. 2023-11-12].

<sup>237</sup> Ibid, s. 617.

<sup>238</sup> ZIEGLER, Tatiana; SHNEOR, Rotem; WENZLAFF, Karsten; SURESH, Krishnamurthy; PAES, Felipe F. C. et al., 2021, op. cit. pozn. 74, s. 74. [cit. 2023-10-13].

<sup>239</sup> HOBZA, Martin, 2021a, op. cit. pozn. 1, s. 190, 193.

<sup>240</sup> HOBZA, Martin, 2021a, op. cit. pozn. 1, s. 190, 193; také GAVLAS, Petr; SMUTNÝ, Aleš. Crowdfunding pohledem ČNB. In: *Cnb.cz* [online]. 2021, s. 9, [cit. 2023-07-16]. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/verejnost/.galleries/pro\\_media/konference\\_projevy/vystoupeni\\_projevy/download/crowdfunding\\_pohledem\\_CNB\\_20211102.pdf](https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/verejnost/.galleries/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/crowdfunding_pohledem_CNB_20211102.pdf)

<sup>241</sup> Rozhodnutí ČNB v případě společnosti RONDA Invest a.s., č.j. 2021/22498/570 ze dne 1. března 2021, sp. zn. Sp/2020/347/573, ve znění rozhodnutí bankovní rady ČNB o rozkladu č.j. 2021/58703/CNB/110 ze dne 10. června 2021, sp. zn. Sp/2020/347/573.

umožňující přenos úvěrového rizika dle § 3 odst. 1 písm. e) ZPKT. Mohlo by se tak jednat o přijímání a předávání pokynů dle § 4 odst. 2 písm. a) ZPKT, za které se dle § 4 odst. 4 ZPKT považuje i zprostředkování obchodů s investičními nástroji, a bylo by tedy potřeba povolení dle § 4a ZPKT. V tomto řízení se dále jednalo o nabízenou možnost sekundárního obchodování, kterou však rozebírám níže v části věnující se sekundárnímu obchodování s crowdfundingovými nástroji.<sup>242</sup>

Společnost namítala, že participace nenaplnuje charakteristiku žádného investičního nástroje. Mimo jiné tvrdila, že primárním účelem participace je přenos „*faktického beneficiálního vlastnictví pohledávky z úvěru*“ a přenos úvěrového rizika je pouze důsledkem tohoto cíle, a proto participace nemůže být nástrojem umožňujícím přenos úvěrového rizika dle § 3 odst. 1 písm. e) ZPKT.<sup>243</sup>

ČNB k těmto námitkám mimo jiné uvedla, že ZPKT nevymezuje investiční nástroje a obsahuje pouze jejich výčet. Participace tedy může být investičním nástrojem i bez jednoznačného zařazení do konkrétní kategorie. Tvrzení, že cílem participace je zvláštní typ vlastnictví neodpovídá jejímu charakteru, jelikož pokud úvěr nebude splácen, investor nedostane zpět investované prostředky a nese tak i případnou ztrátu. Je na něj přeneseno úvěrové riziko v rozsahu participace, která tím pádem naplňuje charakter nástroje umožňujícího přenos úvěrového rizika dle § 3 odst. 1 písm. e) ZPKT.<sup>244</sup> ČNB dále uvádí, že Nařízení o crowdfundingu, kterým účastník rovněž podporoval svá tvrzení, se pravděpodobně neuplatní, neboť upravuje poskytovatele crowdfundingových služeb, kteří poskytování úvěrů pouze neutrálně zprostředkovávají.<sup>245</sup>

Nástroje umožňující přenos úvěrového rizika dle § 3 odst. 1 písm. e) ZPKT patří mezi deriváty.<sup>246</sup> Z. HUSTÁK uvádí, že v českém právu lze za vymezení derivátu považovat jeho vymezení v účetních předpisech. Dané vymezení „*zdůrazňuje tři základní charakteristiky derivátu – odvozenost od podkladového aktiva, minimální výši počáteční investice ve srovnání s jinými srovnatelnými finančními nástroji a plnění z této smlouvy (kontraktu) proběhne v budoucnosti, v době, která je delší než u spotového (promptního) obchodu*“.<sup>247</sup> Kromě výše zmíněného předběžného posouzení ze strany ČNB uvádí i M. HOBZA, že model zahrnující participace, skrze které investor participuje na výnosu z úvěru, umožňuje přenos úvěrového rizika a může představovat derivát.<sup>248</sup> Pokud by crowdfundingová platforma poskytovala investiční služby ve

---

<sup>242</sup> Ibid, odstavce 9–11 a 40.

<sup>243</sup> Ibid, odstavce 18-21.

<sup>244</sup> Ibid, odstavce 34-39.

<sup>245</sup> Ibid, odstavce 32, 54 a 55.

<sup>246</sup> HUSTÁK, Zdeněk, 2012b, op. cit. pozn. 157, s. 54–56.

<sup>247</sup> Ibid, s. 55.

<sup>248</sup> HOBZA, Martin, 2021a, op. cit. pozn. 1, s. 190.



vztahu k derivátům, musela by v souladu s § 4a ZPKT mít povolení ze strany ČNB, neboť deriváty vymezení investičního crowdfundingu dle Nařízení o crowdfundingu nezahrnuje.

Jiné řízení proběhlo v souvislosti se společností Investown Technologies s.r.o., která dle zjištění ČNB shromažďovala peněžní prostředky od veřejnosti, a tyto následně poskytovatele skrze úvěry své dceřiné společnosti, která investovala do nemovitostí. Vlastněné nemovitosti následně spravovala a pronajímala.<sup>249</sup> Činnost účastníka ČNB posoudila jako společné investování podle investiční strategie, neboť investoři neměli podíl na každodenním rozhodování ohledně obhospodařovaných nemovitostí.<sup>250</sup> Návratnost této investice byla závislá na výnosech majetku, do kterého byly prostředky investovány, tedy na výši nájemného a kupní ceny nemovitosti.<sup>251</sup> Dle ČNB se tedy jedná o porušení zákazu stanoveného v § 98 ZISIF.<sup>252</sup> Účastník řízení se bránil mimo jiné tvrzením, že nabízené participační smlouvy lze považovat za obdobu postoupení pohledávky.<sup>253</sup>

Právní kvalifikace obou případů je tedy značně rozdílná. Obě řízení však směřují k uplatnění regulace kapitálových trhů na tyto crowdfundingové modely. E. Macchiavello poukazuje na výrazné podobnosti mezi úvěrovým a investičním crowdfundingem. V obou formách totiž investor sleduje určitý zisk plynoucí z činnosti jiných subjektů, ve vztahu ke kterým však investoři čelí informační asymetrii. Tu má snižovat právě určitý zprostředkovatel, ať už je jím crowdfundingová platforma nebo tradičně bankovní instituce. Ačkoli jsou oba modely založeny na odlišných smluvních typech, které samotné spadají pod odlišné právní oblasti, prakticky mohou fungovat velmi podobně. Příkladem mohou být modely úvěrového crowdfundingu, ve kterých jsou prostředky investorů automaticky rozdělovány mezi různé půjčky a vytvářejí tak jakýsi fond (tento model může být podobný jako výše zmíněný model společnosti Investown Technologies s.r.o.<sup>254</sup>), nebo právě modely využívající participace na úvěrových případech, které připomínají investiční nástroje (takový model využívala dle informací ČNB právě společnost RONDA Invest a.s.<sup>255</sup>). Tyto podobnosti odůvodňují společnou regulaci obou druhů crowdfundingu.<sup>256</sup>

---

<sup>249</sup> Rozhodnutí ČNB v případě společnosti Investown Technologies s.r.o., č.j. 2022/102483/570 ze dne 5. října 2022, sp. zn. Sp/2021/246/573 ve znění rozhodnutí bankovní rady ČNB o rozkladu č.j. 2023/12331/CNB/110 ze dne 26. ledna 2023, sp. zn. Sp/2021/246/573; odstavec 56 a 74.

<sup>250</sup> Ibid; odstavec 74.

<sup>251</sup> Ibid; odstavec 76.

<sup>252</sup> Ibid; odstavec 58, 79.

<sup>253</sup> Ibid; odstavec 42.

<sup>254</sup> Ibid; odstavec 74

<sup>255</sup> Rozhodnutí ČNB v případě společnosti RONDA Invest a.s., č.j. 2021/22498/570 ze dne 1. března 2021, sp. zn. Sp/2020/347/573, ve znění rozhodnutí bankovní rady ČNB o rozkladu č.j. 2021/58703/CNB/110 ze dne 10. června 2021, sp. zn. Sp/2020/347/573, odstavce 9–11 a 40

<sup>256</sup> MACCHIAVELLO, Eugenia, 2017, op. cit. pozn. 196, s. 5-7 [cit. 2024-03-28].

Například Komise pro kontrolu cenných papírů Spojených států kvalifikovala na základě existující judikatury<sup>257</sup> participace na úvěrech poskytovaných spolupracující bankou prodávané platformou Prosper Marketplace, Inc. jako cenné papíry (*security*).<sup>258</sup> ČNB k právní kvalifikaci participačních smluv vydala stanovisko, ve kterém posuzuje jejich podřazení pod sektorové právní předpisy. Dochází k závěru, že „[p]oskytováním investiční služby ovšem obvykle nebude prodej (umístění) vlastního (provozovatelem platformy vydaného) investičního nástroje (participace) primárním nabyvatelům ze strany platformy“ a jejich regulace se tak zpravidla neuplatní.<sup>259</sup> Situaci odlišuje od nabízení obchodování s OTC deriváty v rámci podnikatelské činnosti vedle poskytování jiných investičních služeb, kdy by platforma přesáhla roli běžného emitenta. ČNB navíc uvádí, že by se rovněž mohla uplatnit výjimka z povinnosti získat povolení k poskytování investičních služeb, zejména výjimka dle § 4b odst. 1 písm. d) ZPKT pro obchodování s některými investičními nástroji na vlastní účet, pokud současně není poskytována jiná hlavní investiční služba. Za některých okolností se tato výjimka ale neuplatní. To by mohl být zejména případ, kdy by poskytovatel crowdfundingových služeb byl zároveň tvůrcem trhu ve smyslu § 4b odst. 1 písm. d) bodu 1 ZPKT nebo obchodoval na vlastní účet při provádění pokynů zákazníka dle § 4b odst. 1 písm. d) bodu 5 ZPKT.<sup>260</sup> ČNB dále rozebírá, že by se na participační smlouvy mohl uplatnit Zákon o bankách, kde obdobně jak bylo již výše uvedeno platí, že se neuplatní, pokud „platforma s peněžními prostředky klientů nenakládá jako s vlastními, ale pouze je shromažďuje za účelem jejich použití k nabytí participace na základě pokynu investora“ a aniž by investor měl právo na jejich vrácení nezávisle na ztrátovosti investice.<sup>261</sup> Jak již indikuje zmíněné správní řízení se společností Investown Technologies s.r.o.<sup>262</sup>, mohl by se uplatnit rovněž úprava pokoutného fondu dle § 98 ZISIF či neoprávněná správa srovnatelná s obhospodařováním dle § 15 ZISIF. Rozhodný bude znak společného investování shromážděných prostředků (zejména míra účasti investorů na každodenním rozhodování) a závislost návratnosti na hodnotě či zisku aktiv, do kterých bylo

---

<sup>257</sup> Jedná se o rozhodnutí Nejvyššího soudu USA SEC v. W. J. Howey Co., 328 U.S. 293 (1946), a Reves v. Ernst & Young, Inc., 494 U.S. 56 (1990). V rozhodnutí SEC v. W. J. Howey Co., 328 U.S. 293 (1946) Nejvyšší soud USA dovodil, že investiční smlouva je uzavřena, pokud osoba „vloží peníze do společného podniku, a očekává zisky plynoucí výhradně z činnosti ostatních“ („an investment of money in a common enterprise with profits to come solely from the efforts of others“).

<sup>258</sup> Securities and Exchange Commission. Securities Act of 1933, Release No. 8984 / November 24, 2008: Administrative Proceeding File No. 3-13296: Order Instituting Cease-and-Desist Proceedings Pursuant to Section 8a of the Securities Act of 1933, Making Findings, and Imposing a Cease-and-Desist Order. In: *Sec.gov* [online]. 24. 11. 2008, [cit. 2024-5-23]. Dostupné z: <https://www.sec.gov/files/litigation/admin/2008/33-8984.pdf>.

<sup>259</sup> ČNB, 2024, op. cit. pozn. 222, [cit. 2024-05-24].

<sup>260</sup> Ibid.

<sup>261</sup> Ibid.

<sup>262</sup> Rozhodnutí ČNB v případě společnosti Investown Technologies s.r.o., č.j. 2022/102483/570 ze dne 5. října 2022, sp. zn. Sp/2021/246/573 ve znění rozhodnutí bankovní rady ČNB o rozkladu č.j. 2023/12331/CNB/110 ze dne 26. ledna 2023, sp. zn. Sp/2021/246/573; odstavec 74

investováno. Je nutné rovněž zmínit výjimku stanovenou v § 2 ZISIF pro investice do vlastní nefinanční činnosti, která se netýká zprostředkování financování, ale samotné financované činnosti.<sup>263</sup>

Zařazení crowdfundingových modelů využívajících prodej participací na úvěrech tedy není jednoznačné a jejich podřazení pod Nařízení o crowdfundingu by měla Evropská komise rovněž posoudit v rámci zprávy o uplatňování Nařízení<sup>264</sup>. Pokud by se aplikovala právní úprava kapitálových trhů, mohla by pro crowdfunding představovat příliš velkou regulatorní zátěž, která by navíc v zájmu ochrany investorů nepřiměřeně dopadala na vlastníky projektů a nezohledňovala specifika crowdfundingu.<sup>265</sup> Vyloučení těchto modelů je tak problematické nejen vzhledem k nejednoznačné právní kvalifikaci a právní nejistotě spojené s jejich využitím.

#### **4.2.3. Zastoupení investorů platformou během poskytování úvěru**

Nařízení by se mělo uplatnit i na modely, ve kterých poskytovatel služeb skupinového financování poskytuje úvěr vlastníku projektu svým jménem na účet investorů, jelikož materiálně poskytuje úvěr stále investor.<sup>266</sup> Vyloučení takových modelů patrně nebyl záměr a s pomocí teleologického výkladu lze uzavřít, že do působnosti Nařízení spadají.<sup>267</sup> Z rozebraných modelů úvěrového crowdfundingu se v tomto případě tedy odborná literatura nejvíce shoduje na tom, že model bude do působnosti Nařízení spadat a k tomuto závěru nejsou větší pochybnosti.

### **4.3. Investiční crowdfunding**

Skupinové financování založené na investicích (k přesnému vymezení dle čl. 2 písm. a) bodu ii) Nařízení viz výše), se vztahuje k převoditelným cenným papírům a přijatým nástrojům pro účely skupinového financování. K pojmu převoditelné cenné papíry čl. 2 odst. 1 písm. m) Nařízení odkazuje na čl. 4 odst. 1 bod 44 MiFID II, a tedy se jimi rozumí „*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*

---

<sup>263</sup> ČNB, 2024, op. cit. pozn. 222, [cit. 2024-05-24].

<sup>264</sup> JOKLÍKOVÁ, Kateřina, 2022, op. cit. pozn. 48, s. 31; viz čl. 45 odst. 2 písm. d) Nařízení o crowdfundingu.

<sup>265</sup> MACCHIAVELLO, Eugenia, 2017, op. cit. pozn. 196, s. 18–19 [cit. 2024-03-28].

<sup>266</sup> HOBZA, Martin, 2021a, op. cit. pozn. 1, s. 193.

<sup>267</sup> JOKLÍKOVÁ, Kateřina, 2022, op. cit. pozn. 48, s. 30–31; také GAVLAS, Petr; SMUTNÝ, Aleš. Crowdfunding pohledem ČNB. In: *Cnb.cz* [online]. 2021, s. 9, [cit. 2023-07-16]. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/verejnost/.galleries/pro\\_media/konference\\_projevy/vystoupeni\\_projevy/download/crowdfunding\\_pohledem\\_CNB\\_20211102.pdf](https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/verejnost/.galleries/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/crowdfunding_pohledem_CNB_20211102.pdf)

*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, komodity nebo jiné indexy či míry;*“.

Nástroje přijaté pro účely skupinového financování jsou potom dle čl. 2 odst. 1 písm. n) Nařízení „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“. Recitálu 13 preambule Nařízení k převoditelnosti uvádí, že „pro skupinové financování založené na investicích představuje převoditelnost důležitý ochranný prvek, který umožňuje investorům investici ukončit“.

Čl. 3 písm. a) bod ii) původního návrhu Komise zahrnoval pouze „převoditelné cenné papíry“ vymezené odkazem na MiFID II.<sup>268</sup> Vymezení převoditelných cenných papírů se napříč členskými státy liší (viz i níže v části věnující se sekundárnímu obchodování). Zahrnutím nástrojů přijatých pro účely skupinového financování se tyto rozdíly zmenšují. I nadále se však dle recitálu 14 preambule Nařízení aplikují různá pravidla jednotlivých členských států na převod daných nástrojů.<sup>269</sup> Naopak limitovaná možnost investici ukončit představuje riziko pro investory, a proto byly vyloučeny nepřevoditelné nástroje.<sup>270</sup>

Na crowdfundingových platformách mohou rovněž fungovat nástroje filtrování, které by dle recitálu 21 preambule Nařízení neměly představovat investiční poradenství ve smyslu MiFID II, pokud „poskytují klientům informace neutrálním způsobem, který nepředstavuje doporučení“.<sup>271</sup>

#### **4.3.1. Crowdfunding a Initial Coin Offerings (ICO)**

Tzv. initial coin offerings (ICO) nejsou zařazeny do působnosti Nařízení. Dle recitálu 15 preambule Nařízení je sice lze využít k financování SMEs a další podniky, jejich charakteristika je však od crowdfundingu odlišná. Pozměňovací návrh od Hospodářského a měnového výboru Evropského parlamentu zahrnoval „umožnění nabídek, kdy poskytovatel služeb skupinového

---

<sup>268</sup> EVROPSKÁ KOMISE, 2018a, op. cit. pozn. 52, s. 20 [cit. 2023-06-25]; viz čl. 3 odst. 1 písm. a) bod ii) tohoto návrhu.

<sup>269</sup> MACCHIAVELO, Eugenia, 2021, op. cit. pozn. 115, s. 566–567 [cit. 2023-11-27].

<sup>270</sup> EVROPSKÁ KOMISE, 2018b, op. cit. pozn. 60, 2018, s. 35 [cit. 2023-10-15].

<sup>271</sup> IVANOVA, Petja, 2021, op. cit. pozn. 106, s. 57.

*financování jedná jako zprostředkovatel mezi subjektem vydávajícím tokeny prostřednictvím ICO s využitím protistrany a investory*<sup>272,273</sup>, v přijatém znění jsou však ICO vyloučeny.

Pojem ICO představuje získávání kapitálu výměnou za určitý token.<sup>274</sup> Kryptoaktiva lze dělit do následujících kategorií:

1. platební tokeny (*payment token*) – využívané jako platební instrumenty,
2. užité tokeny (*utility token*) – využívané pro přístup na určitou platformu,
3. investiční tokeny (*investment token*) – obdoba finančních nástrojů, jelikož reprezentují určité aktivum.<sup>275</sup>

V roce 2023 bylo přijato Nařízení MiCA, které se však vztahuje pouze na první dvě uvedené kategorie, zatímco investiční tokeny zůstávají regulované stávajícími právními předpisy (Nařízení MiCA finanční nástroje výslovně vylučuje ze své působnosti<sup>276</sup>).<sup>277</sup> Dle R. Battiglini a D. Davico by „*zahrnutí ICOs do působnosti Nařízení o crowdfundingu by pravděpodobně, optikou Komise, přineslo zmatek v systému*“.<sup>278,279</sup>

Ve stanovisku Eurocrowd spatřuje I. Skultetyova řadu podobností mezi crowdfundingem a ICO – malé investice od mnoha investorů z řad veřejnosti i online kampaň. Uvádí, že „*[z]atímco metoda financování je poněkud inovativní, právní povaha vztahů mezi financovanými společnostmi a crowdfundingovými investory už nikoli*“.<sup>280,281</sup>

---

<sup>272</sup> EVROPSKÝ PARLAMENT: Committee on Economic and Monetary Affairs. Draft Report on the proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business (COM(2018)0113 – C8-0103/2018 – 2018/0048(COD)) In: *Europarl.europa.eu* [online]. 2018, s. 25–26 [cit. 2023-11-30]. Dostupné z: [https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/ECON-PR-626662\\_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/ECON-PR-626662_EN.pdf).

<sup>273</sup> Překlad vlastní – původní znění: „*the facilitation of offerings where the service provider acts as an intermediary between an entity issuing tokens via an ICO using a counterparty and investors*“.

<sup>274</sup> BATTAGLINI, Raffaele a DAVICO, Davide. Is the Crowdfunding Regulation Future-Proof? Forms of Blockchain-based Crowdfunding Falling Outside of the Scope of the Regulation. In: ORTOLANI, Pietro a LOUISSE, Marije (eds.). *The EU Crowdfunding Regulation*. 1. vydání. New York: Oxford University Press, 2021, s. 120. ISBN: 9780192856395.

<sup>275</sup> Ibid, s. 115.

<sup>276</sup> Čl. 2 odst. 2 písm. a) Nařízení MiCA, v této souvislosti je vhodné rovněž poukázat na změnu definice „*finančního nástroje*“ v rámci MiFID II, které zahrnují nástroje *vydané prostřednictvím technologie distribuovaných registrů* – viz čl. 4 odst. 1 bod 15 MiFID II v návaznosti na čl. 18 Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2022/858 ze dne 30. května 2022 o pilotním režimu pro tržní infrastruktury založené na technologii sdíleného registru a o změně nařízení (EU) č. 600/2014 a (EU) č. 909/2014 a směrnice 2014/65/EU.

<sup>277</sup> BATTAGLINI, Raffaele a DAVICO, Davide, 2021, op. cit. pozn. 274, s. 126.

<sup>278</sup> Ibid, s. 136.

<sup>279</sup> Překlad vlastní – původní znění: „*the inclusion of ICOs in the Crowdfunding Regulation would probably, in the Commission's view, have brought confusion within the system.*“.

<sup>280</sup> SKULTETYOVA, Ivona. Reinforcing European Innovation In Crypto-Assets: A EUROCROWD Position Paper on Markets in Crypto-Assets Regulation Proposal (MiCA): A publication of the Crypto Assets Working Group at EUROCROWD. In: *Eurocrowd.org* [online]. Brusel, 2021, s. 25 [cit. 2023-11-25]. Dostupné z: <https://eurocrowd.org/wp-content/uploads/2021/07/Reinforcing-European-Innovation-In-Crypto-Assets-A-EUROCROWD-Position-Paper-on-Markets-in-Crypto-Assets-Regulation-Proposal-MiCA-.pdf>.

<sup>281</sup> Překlad vlastní – původní znění: „*While the method of financing is rather innovative, the legal nature of the relationship between the crowd-funded companies and crowdfunding investors is not.*“.

I. Skultetyova dále rozebírá, že hybridní povaha tokenů však komplikuje určení aplikovatelných právních předpisů. Zatímco užité tokeny mají i spotřební hodnotu a lze je přirovnat k předprodeji v rámci crowdfundingu, řada tokenů se chová jako finanční aktiva a lze je obchodovat na trzích kryptoaktiv. I tak existují podobnosti v regulaci obou oblastí. Srovnatelné jsou například bílá kniha kryptoaktiva vydávaná dle čl. 6 Nařízení MiCA a dokument s klíčovými informacemi pro investory vydávaný dle čl. 23 Nařízení o crowdfundingu. Rozdíly jsou naopak v požadavcích na povolení, kdy zatímco nabízení tokenů vázaných na aktiva (od určité hranice) a elektronických peněžních tokenů vyžaduje povolení obdobně jako v případě finančních nástrojů<sup>282</sup>, vydávání jiných (například užitných) kryptoaktiv nikoli. Vzhledem ke zneužitelnosti by však od určité hranice mělo být podmíněno povolením stejně jako crowdfunding.<sup>283</sup> Užitná kryptoaktiva, která jsou zmíněna výše a Nařízení MiCA je definuje v čl. 3 odst. 1 bodu 9) jako „*druh kryptoaktiva, který je určen pouze k poskytování přístupu ke zboží dodávanému nebo službě poskytované jeho vydavatelem*“ lze však přirovnat spíše k odměnovému crowdfundingu. Závěr, že by mělo být vydávání i jiných tokenů než tokenů vázaných na aktiva a elektronických peněžních tokenů podmíněno od určité hranice povolením je, minimálně co se například této kategorie týče, pouze problematicky podložitelný srovnáním s crowdfundingem, když odměnový crowdfunding není na unijní úrovni podmíněn povolením.

V případě kryptoaktiv však nefiguruje zprostředkovatel obdobný crowdfundingové platformě, na kterou Nařízení o crowdfundingu klade řadu požadavků k ochraně investora (například povinnost provést vstupní test znalostí a simulaci schopnosti nést ztrátu dle 21 čl. Nařízení o crowdfundingu)<sup>284</sup>.<sup>285</sup> Dalším významným rozdílem jsou možnosti sekundárního obchodování, které rozebírám v poslední kapitole.<sup>286</sup> V této souvislosti lze podotknout, že v případě tokenů vázaných na aktiva ukládá Nařízení MiCA jejich vydavatelům povinnost mít tzv. rezervu aktiv, která slouží k zajištění odpovědnosti vůči držitelům tokenů.<sup>287</sup> Ti mají tzv. právo na zpětnou výměnu za podmínek stanovených Nařízením MiCA, o kterém mají být informováni.<sup>288</sup>

---

<sup>282</sup> Čl. 16 Nařízení MiCA k povolení ohledně tokenů vázaných na aktiva a čl. 48 k povolení ohledně elektronických peněžních tokenů.

<sup>283</sup> SKULTETYOVA, Ivona, 2021, op. cit. pozn. 280, s. 25–26 [cit. 2023-11-25].

<sup>284</sup> Citované stanovisko vychází z návrhu Nařízení MICA, které v té době zatím nebylo přijato. V přijaté podobě je informační povinnost ohledně rizik spojených s kryptoaktivem oproti původnímu návrhu rozšířena.

<sup>285</sup> SKULTETYOVA, Ivona, 2021, op. cit. pozn. 280, s. 27–28 [cit. 2023-11-25].

<sup>286</sup> Ibid, s. 30–31.

<sup>287</sup> Recitál 54 preambule Nařízení MiCA, čl. 36 Nařízení MiCA.

<sup>288</sup> Recitál 57 preambule Nařízení MiCA, čl. 39 Nařízení MiCA.

Poskytovatelé crowdfundingových služeb oproti tomu podléhají obezřetnostním požadavkům ve výši 25 0000 EUR a jedné čtvrtině fixních režijních nákladů.<sup>289</sup>

Jak uvádí I. Skultetyova, „[v] praxi tyto dvě možnosti financování nejsou zaměnitelné v tom smyslu, že společnost, pro kterou je vhodný equity-based crowdfunding nemusí být vhodná pro nabídku tokenů a naopak.“<sup>290,291</sup> To odráží i potřebu odlišného přístupu regulace mimo jiné v tom smyslu, že vynětí ICO z působnosti Nařízení je vzhledem k popsaným rozdílům vhodné.

#### 4.4. Negativní vymezení působnosti Nařízení o crowdfundingu

V čl. 1 odst. 2 Nařízení jsou dále vymezeny výjimky, na které se Nařízení nevztahuje a které rozebírám podrobněji v této podkapitole.

##### 4.4.1. Nefinanční crowdfunding nezařazený do působnosti Nařízení

Vzhledem k zaměření Nařízení na podporu financování start-upů a SMEs nebyl nefinanční crowdfunding do jeho působnosti zařazen.<sup>292</sup> Dle důvodové zprávy k Nařízení začlenění nefinančního crowdfundingu „by bylo nepřiměřené, neboť tyto modely se nezabývají finančními produkty a informačními asymetriemi, které tyto produkty vyvolávají“.<sup>293</sup> Nefinanční crowdfunding není napříč Evropskou unií jednotně upraven, a jelikož v této oblasti chybí obavy z nestability nebo potřeba silné ochrany investorů, zůstává spíše neregulovaná.<sup>294</sup> Tyto nízké regulační požadavky napomáhají přeshraniční aktivitě, obecně jsou však evropské platformy orientované lokálně.<sup>295</sup>

V modelu odměnového crowdfundingu se na vztah mezi investorem a vlastníkem projektu při předprodeji zboží či služeb může uplatnit režim kupní smlouvy.<sup>296</sup> Uplatní se zejména občanské právo (včetně smluvního i spotřebitelského), ochrana dat a právo duševního vlastnictví a mezi jednotlivými stranami budou různé smluvní vztahy.<sup>297</sup> Uplatnění předpisů v oblasti ochrany

---

<sup>289</sup> Čl. 11 Nařízení o crowdfundingu.

<sup>290</sup> SKULTETYOVA, Ivona, 2021, op. cit. pozn. 280, s. 33 [cit. 2023-11-25].

<sup>291</sup> Překlad vlastní – původní znění: „In practice, these two fundraising options are not directly interchangeable, meaning that a company that is suitable for an equity crowdfunding campaign may not be a good fit for a token offering and vice versa.“

<sup>292</sup> EVROPSKÁ KOMISE, 2018a, op. cit. pozn. 52, s. 2 [cit. 2023-06-25].

<sup>293</sup> Ibid, s. 2.

<sup>294</sup> MACCHIAVELLO, Eugenia a VALENTI, Chiara, op. cit. pozn. 47, 2022, s. 622 [cit. 2023-11-12].

<sup>295</sup> WENZLAFF, Karsten; ODOROVIC, Ana; ZIEGLER, Tania a SHNEOR, Rotem. Crowdfunding in Europe: Between Fragmentation and Harmonization. In: SHNEOR, Rotem a ZHAO, Liang; FLÅTEN, Bjørn-Tore (eds.). *Advances in Crowdfunding: Research and Practice* [online]. Cham: Palgrave Macmillan, 2020, s. 374 s. [cit. 2023-11-16]. ISBN 978-3-030-46309-0. Dostupné z: [https://doi.org/10.1007/978-3-030-46309-0\\_16](https://doi.org/10.1007/978-3-030-46309-0_16).

<sup>296</sup> KLEINER, Caroline, 2021, op. cit. 83, s. 59 [cit. 2023-03-25].

<sup>297</sup> MACCHIAVELLO, Eugenia a VALENTI, Chiara, op. cit. pozn. 47, 2022, s. 627 [cit. 2023-11-12].

spotřebitele zmiňuje i Evropská komise.<sup>298</sup> Řada těchto oblastí je přitom na unijní úrovni harmonizována, a tak bude tento druh crowdfundingu podléhat například Směrnici o elektronickém obchodu, Směrnici o právech spotřebitelů, Směrnici o autorském právu na jednotném digitálním trhu a dalším.<sup>299</sup> Řada norem, které by se na odměnový crowdfunding mohly uplatnit, mohou být potom přísnější co se ochrany spotřebitelů týče než normy finančního crowdfundingu.<sup>300</sup> Pouze v případě dobročinného crowdfundingu není na ochranu dárce kladen větší důraz.<sup>301</sup> Je však nutné zmínit Zákon o veřejných sbírkách, který se na dárcovský crowdfunding uplatní.<sup>302</sup> Tento zákon stanoví základní předpoklady konání veřejné sbírky, která dle § 4 odst. 1 podléhá oznámení krajskému úřadu.

Při odpovědi na otázku, zda bychom měli nefinanční crowdfunding samostatně regulovat, se musíme zabývat vlivem, který by tuto oblast mohly mít uložené povinnosti a související vyvolané náklady. Platformy navíc vzhledem k významu reputace v této oblasti řadu pravidel zejména informačního charakteru dodržují, a je zde tedy znatelná sebe-regulace. Určitá regulace i v podobě soft-law například ve prospěch transparentnosti nebo co se týče identifikace subjektů by však byla pro tuto oblast přínosná.<sup>303</sup> Právě soft-law nástroje by pro tuto oblast mohly být vhodným nástrojem.

S. Gaunt a A. Longo přitahují pozornost k využití crowdfundingu v rámci tzv. *public interest litigation*, které svojí povahou spadá do nefinančního crowdfundingu a je tak vyňat z působnosti Nařízení.<sup>304</sup> Jedná se o financování soudních sporů přispěvateli v rámci crowdfundingu.<sup>305</sup> Výhodou financování soudních sporů prostřednictvím crowdfundingu je skutečnost, financování sporu velkým množstvím přispěvatelů lépe zajišťuje, že prioritou bude stanovený veřejný zájem a nikoli určitý individuální zájem.<sup>306</sup> Na druhou stranu tento model zahrnuje výzvy spjaté se specifickou skladbou zúčastněných osob, mezi které kromě přispěvatelů a vlastníků projektu (a

---

<sup>298</sup> EVROPSKÁ KOMISE, 2018a, op. cit. pozn. 52, s. 2 [cit. 2023-06-25].

<sup>299</sup> WENZLAFF, Karsten; ODOROVIC, Ana; ZIEGLER, Tania a SHNEOR, Rotem, 2020, op. cit. pozn. 295, s. 382 s. [cit. 2023-11-16].

<sup>300</sup> MACCHIAVELLO, Eugenia a VALENTI, Chiara, op. cit. pozn. 47, 2022, s. 645 [cit. 2023-11-12].

<sup>301</sup> Ibid, s. 645.

<sup>302</sup> HRDLIČKA, Lukáš a ŠMIRAUŠOVÁ, Petra, 2018, op. cit. pozn. 88, s. 170 (viz tamní pozn. pod čarou č. 40).

<sup>303</sup> MACCHIAVELLO, Eugenia a VALENTI, Chiara, op. cit. pozn. 47, 2022, s. 645 [cit. 2023-11-12].

<sup>304</sup> GAUNT, Sam a LONGO, Andrea. Non-Profit Project Owners. Crowdfunding and Public Interest Litigation in the Digital Age. In: ORTOLANI, Pietro a LOUISSE, Marije (eds.). *The EU Crowdfunding Regulation*. 1. vydání. New York: Oxford University Press, 2021, s. 223-224. ISBN: 9780192856395.

<sup>305</sup> GÓMEZ, Manuel, A. Crowdfunded Justice: On the Potential Benefits and Challenges of Crowdfunding as a Litigation Financing Tool. In: *University of San Francisco Law Review* [online]. 2015, roč. 49, č. 2, s. 307 [cit. 2023-11-21]. Dostupné z: <https://repository.usfca.edu/usflawreview/vol49/iss2/3>.

<sup>306</sup> GAUNT, Sam a LONGO, Andrea, 2021, op. cit. pozn. 304, s. 232; také GÓMEZ, Manuel, A., 2015, op. cit. pozn. 305, s. 321 [cit. 2023-11-21].



případně crowdfundingových platform) patří i právník.<sup>307</sup> Mezi komplexní výzvy patří otázka úhrady nákladů řízení přiznaných druhé straně v případě neúspěchu ve sporu. Tato otázka bude spočívat zejména na související vnitrostátní úpravě.<sup>308</sup> Specifikum odpovědnosti v oblasti litigací ve veřejném zájmu rovněž spočívá v možném rozdílu mezi charakterem případu prezentovaným během crowdfundingové kampaně za účelem vybrání prostředků od veřejnosti a způsobem jejich následného využití během sporu. Mimo vztah advokát a klient přistupuje ještě veřejnost, která finanční prostředky poskytla a má tedy zájem na jejich užití způsobem prezentovaným v crowdfundingové kampani.<sup>309</sup> Byť se jedná o oblast crowdfundingu s velmi krátkou historií<sup>310</sup> a oblast velmi úzce vymezenou, přináší určité výzvy plynoucí z popsanych problematických aspektů. K otázce regulace S. Gaunt a A. Longo poznamenávají, že ačkoliv by mohla přinést právní jistotu pro zúčastněné subjekty, nevhodně nastavená regulace takto nového odvětví by jeho rozvoji spíše překážela. Vhodnou možností by v tomto specifickém případě mohla být povinnost platformem řešit otázky spojené s odpovědností skrze vlastní pravidla, jak už je ostatně v případě některých platform praxí (autoři jako příklad uvádí platformu *CrowdJustice*<sup>311</sup>) Určitá regulace ze strany státu však bude v tomto směru potřeba.<sup>312</sup> Tato oblast má význam i v případě tzv. enviromentálních žalob, kdy známý případ portugalské žaloby podané u ESLP byl financován prostřednictvím crowdfundingu.<sup>313</sup> Pro oblast životního prostředí a boje za jeho ochranu může být crowdfunding vhodným způsobem financování a s ohledem na význam této oblasti je do budoucna pravděpodobné, že spolu s rostoucím významem ochrany životního prostředí poroste i význam způsobů, jak jeho ochranu financovat.

O celé oblasti lze uzavřít, že v současné situaci se spíše soft-law nástroje kombinované s vnitrostátní regulací vymezených aspektů jeví jako nejvhodnější cesta. Takovým soft-law nástrojem jsou například standardy a pokyny vydané Association of Fundraising Professionals (AFP), mezi které patří například Etický kodex<sup>314</sup> nebo Listina práv dárce<sup>315</sup>. AFP rovněž

---

<sup>307</sup> GAUNT, Sam a LONGO, Andrea, 2021, op. cit. pozn. 304, s. 231.

<sup>308</sup> Ibid, s. 235.

<sup>309</sup> Ibid, s. 236.

<sup>310</sup> GÓMEZ, Manuel, A., 2015, op. cit. pozn. 305, s. 307 [cit. 2023-11-21].

<sup>311</sup> Crowdjustice. Terms of Use. In: *Crowdjustice.com* [online]. 2023, [cit. 2023-11-24]. Dostupné z: <https://www.crowdjustice.com/terms-and-conditions/>.

<sup>312</sup> GAUNT, Sam a LONGO, Andrea, 2021, op. cit. pozn. 304, s. 238–239.

<sup>313</sup> LAVILLE, Sandra. Portuguese children to crowdfund European climate change case. In: *Theguardian.com* [online]. Guardian News & Media Limited, 2017 [cit. 2023-11-24]. Dostupné z: <https://www.theguardian.com/world/2017/sep/25/portuguese-children-crowdfund-european-climate-change-case-sue-47-countries>.

<sup>314</sup> ASSOCIATION OF FUNDRAISING PROFESSIONALS. Code of Ethical Standards. In: *Aftglobal.org* [online]. 2014 [cit. 2024-03-11]. Dostupné z: <https://afpglobal.org/ethicsmain/code-ethical-standards>.

<sup>315</sup> ASSOCIATION OF FUNDRAISING PROFESSIONALS. The Donor Bill of Rights. In: *Aftglobal.org* [online]. [cit. 2024-03-11]. Dostupné z: <https://afpglobal.org/donor-bill-rights>.

koordinuje etické standardy<sup>316</sup> pro Evropskou fundraisingovou asociaci<sup>317</sup>, jejímž členem je České centrum fundraisingu<sup>318</sup>. Členem Českého centra fundraisingu je potom například známá česká crowdfundingová platforma Donio.cz.<sup>319</sup>

#### 4.4.2. Vynětí crowdfundingových služeb poskytovaných spotřebiteli

Spotřebitel může být v rámci crowdfundingu na obou stranách – může být investorem i vlastníkem projektu.<sup>320</sup> První výjimkou z působnosti Nařízení jsou však dle čl. 1 odst. 2 písm. a) služby skupinového financování poskytované spotřebitelům jako vlastníkům projektů. Spotřebitel je vymezen odkazem na čl. 3 písm. a) CCD, dle kterého se spotřebitelem rozumí „fyzická osoba, která při operacích, na něž se vztahuje tato směrnice, jedná za účelem nesouvisejícím s její živností, podnikáním nebo povoláním“.

Důvody jsou obdobné jako u nefinančního crowdfundingu, jelikož P2P úvěrování zaměřené na spotřebitele se nepodílí na alternativním financování podnikatelských projektů.<sup>321</sup> Recitál 8 preambule Nařízení výslovně uvádí, že „řešením překážek fungování vnitřního trhu se službami skupinového financování toto nařízení usiluje o podporu přeshraničního financování podniků. Do oblasti působnosti tohoto nařízení by tudíž neměly spadat služby skupinového financování týkající se úvěrů poskytovaných spotřebitelům“.

Jak bylo výše uvedeno v souvislosti se statistikami trhu alternativních financí, úvěrový crowdfunding zaměřený na spotřebitele má na trhu alternativního financování dlouhodobě největší podíl.<sup>322</sup> Za rok 2017 se jedná o podíl 41 % na trhu alternativního financování. Pro porovnání lze uvést, že druhý největší podíl mělo výše rozebrané obchodování s fakturami (16 %) a až třetí místo s tržním podílem 14 % zaujalo P2P úvěrování podnikatelských projektů.<sup>323</sup> O stejný report<sup>324</sup> a

---

<sup>316</sup> EUROPEAN FUNDRAISING ASSOCIATION. International Statement of Ethical Principles in Fundraising. In: *Efa-net.eu* [online]. 2018 [cit. 2024-03-11] Dostupné z: <https://efa-net.eu/wp-content/uploads/2018/10/international-statement-of-ethical-principles-in-fundraising-july-2018.pdf>.

<sup>317</sup> EUROPEAN FUNDRAISING ASSOCIATION. Ethics. In: *Efa-net.eu* [online]. 2021 [cit. 2024-03-11]. Dostupné z: <https://efa-net.eu/about/ethics>.

<sup>318</sup> EUROPEAN FUNDRAISING ASSOCIATION. EFA members. In: *Efa-net.eu* [online]. 2021 [cit. 2024-03-11]. Dostupné z: <https://efa-net.eu/membership/members>.

<sup>319</sup> DONIO S.R.O. KODEX CHOVÁNÍ DONIO. In: *Donio.cz*. [online]. [cit. 2024-03-11]. Dostupné z: <https://www.donio.cz/kodex>.

<sup>320</sup> EBERS, Martin a QUARCH, Benedikt, M. EU Consumer Law and the Boundaries of the Crowdfunding Regulation. In: ORTOLANI, Pietro a LOUISSE, Marije (eds.). *The EU Crowdfunding Regulation*. 1. vydání. New York: Oxford University Press, 2021, s. 84. ISBN: 9780192856395.

<sup>321</sup> EVROPSKÁ KOMISE, 2018b, op. cit. pozn. 60, s. 12 [cit. 2023-10-15]; také EVROPSKÁ KOMISE, 2018a, op. cit. pozn. 52, s. 2 [cit. 2023-06-25].

<sup>322</sup> ZIEGLER, Tatiana; SHNEOR, Rotem; WENZLAFF, Karsten; ODOROVIC, Ana; JOHANSON, Daniel et al., 2019, op. cit. pozn. 19, s. 32 [cit. 2023-10-13].

<sup>323</sup> *Ibid*, s. 31.

<sup>324</sup> ZIEGLER, Tatiana; SHNEOR, Rotem; WENZLAFF, Karsten; ODOROVIC, Ana; JOHANSON, Daniel et al., 2019, op. cit. pozn. 19, s. 49, 50an. [cit. 2023-10-13].

jeho dřívější vydání<sup>325</sup> se opírají i M. Ebers a B. M. Quarch, když uvádí, že Evropská komise nesprávně vylučuje úvěrový crowdfunding zaměřený na spotřebitele. „*Kritiku si zaslouží zejména skutečnost, že největší segment trhu není komplexně harmonizovaný.*“<sup>326,327</sup>

S problematikou souvisí i tzv. „*home bias*“<sup>328</sup>, kterým se v oblasti crowdfundingu se zabývala studie, která jej mapovala v oblasti nezajištěných P2P úvěrů na území USA.<sup>329</sup> Pojem lze vymezit jako „*tendence investorů investovat většinu finančních prostředků do domácích akcií a ignorovat výhody jejich diverzifikace do zahraničních akcií*“.<sup>330,331</sup> Domácí zaujatost bývá vysvětlována například transakčními náklady spojenými se zahraničními investicemi nebo preferencí povědomého.<sup>332</sup> V oblasti crowdfundingu je však vysvětlení komplikovanější, jelikož se uskutečňuje online a případné vymáhání pohledávek není přímo v rukou investorů, kteří k němu navíc vzhledem k nízkým investovaným částkám nemají výraznější motivaci. Domácí zaujatost vede k ekonomické neefektivitě.<sup>333</sup> Dle zmíněné studie je však domácí zaujatost přítomna i v oblasti crowdfundingu. Nadto její autoři dospěli k závěru, že domácí zaujatost nemá jen ekonomické důvody, ale i behaviorální.<sup>334</sup> Jiná studie se věnovala domácí zaujatosti v kontextu integrace vnitřního trhu Evropské unie a došla k závěru, že domácí zaujatost je přítomná i v prostředí unijního vnitřního trhu (studie problematiku zkoumala na trhu zboží, služeb a investic do akcií, ale lze předpokládat, že bude přítomna i v oblasti crowdfundingu, včetně P2P crowdfundingu, obdobně jako je tomu v USA).<sup>335</sup> Nedostatky integrace v tomto směru a přítomnost domácí zaujatosti má vliv na účinnost makroekonomické politiky a oslabuje význam

---

<sup>325</sup> ZIEGLER, Tatiana; SHNEOR, Rotem; GARVEY, Kieran; WENZLAFF, Karsten; YEROLEMOU, Nikos et al. *Expanding Horizons' - The 3<sup>rd</sup> European Alternative Finance Industry Report* [online]. Cambridge: Cambridge Centre for Alternative Finance, 2017, s. 35, 46 [cit. 2023-11-18]. Dostupné z: [www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/expanding-horizons/#.YEC6Oy1XZQI](http://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/expanding-horizons/#.YEC6Oy1XZQI).

<sup>326</sup> EBERS, Martin a QUARCH, Benedikt, M., 2021, op. cit. pozn. 320, s. 90.

<sup>327</sup> Překlad vlastní – původní znění: „*It is particularly worthy of criticism, that the largest market segment fails to achieve a comprehensive level of harmonization.*“.

<sup>328</sup> Tento pojem nemá v českém jazyce zcela přiléhavý překlad, v následujícím textu však budu používat pojem „domácí zaujatost“.

<sup>329</sup> LIN, Mingfeng a VISWANATHAN, Siva. Home Bias in Online Investments: An Empirical Study of an Online Crowdfunding Market. *Management Science* [online]. INFORMS, 2015, roč. 62, č. 5, s. 1393–1414 [cit. 2024-03-03]. Dostupné z: <https://doi.org/10.1287/mnsc.2015.2206>.

<sup>330</sup> CHEN, James. Home Bias: What it is, How it Works, Special Considerations. In: *Investopedia.com* [online]. New York City: Dotdash Meredith, 2023 [cit. 2024-03-01]. Dostupné z: <https://www.investopedia.com/terms/h/homebias.asp>.

<sup>331</sup> Překlad vlastní – původní text: „*the tendency for investors to invest the majority of their portfolio in domestic equities, ignoring the benefits of diversifying into foreign equities*“.

<sup>332</sup> CHEN, James, 2023, op. cit. pozn. 330, [cit. 2024-03-01].

<sup>333</sup> LIN, Mingfeng a VISWANATHAN, Siva, 2015, op. cit. pozn. 329, s. 1393–1394 [cit. 2024-03-03].

<sup>334</sup> Ibid, s. 1412.

<sup>335</sup> BALTA, Narcissa a DELGADO, Juan. Home Bias and Market Integration in the EU. In: *CESifo Economic Studies* [online]. Oxford University Press on behalf of Ifo Institute for Economic Research, Munich, 2009, roč. 55, č. 1, s. 111, 128, 135–136 [cit. 2024-03-05]. Dostupné z: <https://doi.org/10.1093/cesifo/ifn037>.

vnitřního trhu.<sup>336</sup> I závěry těchto studií podporují minimálně přehlednou a jasnou regulaci oblasti P2P crowdfundingu, která může přispět k efektivní alokaci finančních prostředků a pomoci hladkému fungování vnitřního trhu.

Evropská komise odkazuje na stávající regulaci spotřebitelských úvěrů prostřednictvím CCD a MCD, zmiňuje však zaměření těchto směrnic na pohled úvěřujícího.<sup>337</sup> Evropská komise dále uvádí, že úvěrování spotřebitelů skrze crowdfunding sice není uvedeno v negativním vymezení působnosti CCD, vzhledem k definici věřitele však vznikají pochybnosti, zda se CCD na tuto oblast vztahuje, když úvěřující jsou zpravidla nepodnikající osoby.<sup>338</sup> P. Ivanova rozebírá, že obě tyto směrnice se uplatní pouze na úvěrování spotřebitelů profesionálními úvěřujícími<sup>339</sup>, nikoli spotřebiteli. Vznikají tak nejasnosti ohledně nastavení regulace tohoto segmentu a jeho vynětí z Nařízení.<sup>340</sup> Věřitelem se totiž dle čl. 3 písm. b) CCD rozumí „fyzická nebo právnická osoba, které v rámci své živnosti, podnikání nebo povolání poskytují nebo slibují poskytnout úvěr“. Úvěřující tedy musí poskytovat úvěry spotřebitelům podnikatelsky a nikoli jako spotřebitel.<sup>341</sup>

Jak popisuje E. Macchiavello, regulace finančního crowdfundingu naráží na tradiční vymezení kategorií jako „spotřebitel“ a „poskytovatel“ a „profesionál“ versus „neprofesionál“, a současné nastavení regulace tak nemusí být pro inovativní oblast přiléhavé.<sup>342</sup> Vzhledem k nejistotám spojeným s kategorií věřitele v oblasti úvěrování spotřebitelů skrze crowdfunding toto nepochybně platí i zde.

M. Ebers a B. M. Quarch odkazují na judikaturu, kterou lze podpořit tezi, že věřitelem by mohla být sama platforma vzhledem k její stěžejní funkci v celé transakci. Konkrétně odkazují na rozsudek Soudního dvora EU C-149/15 *Wathelet*, ve kterém se Soudní dvůr EU zabýval pojmem „prodávající“ ve smyslu čl. 1 odst. 2 písm. c) Směrnice o některých aspektech prodeje spotřebního zboží a záruk na toto zboží a jedná se o srovnatelný kontext.<sup>343</sup> Dle Soudního dvora EU pokud

<sup>336</sup> Ibid, s. 135-136 [cit. 2024-03-05].

<sup>337</sup> EVROPSKÁ KOMISE, 2018b, op. cit. pozn. 60, s. 32 [cit. 2023-10-15].

<sup>338</sup> EVROPSKÁ KOMISE. Commission Staff Working Document Evaluation of Directive 2008/48/EC on credit agreement for consumers. SWD(2020) 254 final [online]. In: *Ec.europa.eu*. Brusel, 2020, s. 49 [cit. 2023-03-27]. Dostupné z: [https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/1844-Evaluation-of-the-Consumer-Credit-Directive\\_cs](https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/1844-Evaluation-of-the-Consumer-Credit-Directive_cs).

<sup>339</sup> Čl. 2 odst. 1 ve spojení s čl. 3 písm. b) a c) CCD, čl. 3 odst. 1 ve spojení s čl. 4 bod 2 a 3 MCD.

<sup>340</sup> IVANOVA, Petja, 2021, op. cit. pozn. 106, s. 59, 63.

<sup>341</sup> ESMA, 2014, op. cit. pozn. 16, s. 42 [cit. 2023-11-27]; také BUSCH, Christoph; SCHULTE-NÖLKE, Hans; WIEWIÓROWSKA-DOMAGALSKA, Aneta a ZOLL, Fryderyk. The Rise of the Platform Economy: A New Challenge for EU Consumer Law? In: BUSCH, Christoph; DE FRANCESCHI, Alberto; DJUROVIC, Mateja, LUZAK, Joasia; MAK, Vanessa et al. (eds.). *Journal of European Consumer and Market Law: Special Issue: The Rise of the Platform Economy* [online]. C.H.Beck, 2016, roč. 5, s. 6 [cit. 2023-11-28]. Dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=2754100>.

<sup>342</sup> MACCHIAVELLO, Eugenia, 2017, op. cit. pozn. 196, s. 3, 36 [cit. 2024-03-28].

<sup>343</sup> EBERS, Martin a QUARCH, Benedikt, M., 2021, op. cit. pozn. 320, s. 93–94.

„podnikatel vystupuje jako prostředník soukromé osoby, zbavuje neinformovanost o tom, v jakém postavení tento podnikatel při prodeji vystupuje, spotřebitele práv zaručených směrnicí 1999/44“.<sup>344</sup> A dále pokud „může být spotřebitel snadno uveden způsobem, jímž k prodeji dochází, v omyl, je třeba mu poskytnout posílenou ochranu. Odpovědnost prodávajícího plynoucí ze směrnice 1999/44 proto musí být možné uplatnit i na prostředníka, který tím, jak vůči spotřebiteli vystupuje, u něj může vyvolat zmatení tím, že jej ponechá v přesvědčení, že uvedený prostředník je majitelem prodávaného zboží.“<sup>345</sup> Dle definice věřitele je však rozhodná aktivita „poskytují nebo slibují poskytnout úvěr“, což není role platform. Zároveň čl. 3 písm. f) CCD upravuje roli zprostředkovatele úvěru, kterým by mohla být právě crowdfundingová platforma.<sup>346</sup> Odborná literatura dále zmiňuje předběžnou otázku položenou v případě *Trust Buddy AB v Lauri Pihlajaniemi*.<sup>347</sup> Její zodpovězení ze strany Soudního dvora EU by vyjasnilo, zda P2P crowdfundingová platforma, která rovněž určuje úvěrové podmínky, naplní pojem věřitele ve smyslu čl. 3 písm. b) CCD.<sup>348</sup> Případ ale nebyl rozhodnut, neboť finský soud vzal svoji žádost zpět.<sup>349</sup> M. Ebers a B. M. Quarch však uvádí, že role platformy výrazně přesahuje pouhého zprostředkovatele a v některých modelech naplní definici věřitele dle CCD. Potom se uplatní požadavky, které CCD klade na věřitele, zejména povinnost poskytnout předsmělní informace dle čl. 5, povinnost posoudit úvěruschopnost spotřebitele dle čl. 8, povinnosti ve vztahu k samotné úvěrové smlouvě dle čl. 10 i právo spotřebitele odstoupit od smlouvy do čtrnácti dnů dle čl. 14.<sup>350</sup> Odborná literatura tedy dochází k různým závěrům, jak by se CCD mohla uplatnit na úvěrový crowdfunding zaměřený na spotřebitelské projekty.

K působnosti CCD i MCD se vyjadřovala i EBA, dle které platforma zpravidla nebude věřitelem, jak jej vymezuje CCD, a CCD se tedy neuplatní, ledaže by platforma naplnila roli zprostředkovatele úvěru dle čl. 3 písm. f) CCD a měla by tedy související informační povinnosti

---

<sup>344</sup> Rozhodnutí Soudního dvora EU ze dne 9. listopadu 2016 ve věci *Sabrina Wathelet v Garage Bietheres & Fils SPRL*, sp. zn. C-149/15, 2017/C 006/15, odst. 38.

<sup>345</sup> Rozhodnutí Soudního dvora EU ze dne 9. listopadu 2016 ve věci *Sabrina Wathelet v Garage Bietheres & Fils SPRL*, sp. zn. C-149/15, 2017/C 006/15, odst. 41.

<sup>346</sup> EBERS, Martin a QUARCH, Benedikt, M., 2021, op. cit. pozn. 320, s. 93–95.

<sup>347</sup> EBERS, Martin a QUARCH, Benedikt, M., 2021, op. cit. pozn. 320, s. 94; také BUSCH, Christoph; SCHULTE-NÖLKE, Hans; WIEWIÓROWSKA-DOMAGALSKA, Aneta a ZOLL, Fryderyk. The Rise of the Platform Economy: A New Challenge for EU Consumer Law? In: BUSCH, Christoph; DE FRANCESCO, Alberto; DJUROVIC, Mateja, LUZAK, Joasia; MAK, Vanessa et al. (eds.). *Journal of European Consumer and Market Law: Special Issue: The Rise of the Platform Economy*. [online]. C.H.Beck, 2016, roč. 5, s. 6 [cit. 2023-11-28]. Dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=2754100>.

<sup>348</sup> Žádost o rozhodnutí o předběžné otázce podaná Korkein oikeus (Finsko) dne 25. června 2015 – *TrustBuddy AB v. Lauri Pihlajaniemi*, C-311/15, 2015/C 294/48.

<sup>349</sup> Ordonnance du Président de la Cour. 23 octobre 2015. ECLI:EU:C:2015:759.

<sup>350</sup> EBERS, Martin a QUARCH, Benedikt, M., 2021, op. cit. pozn. 320, s. 96–97.

dle čl. 5, 6 a 21 CCD nebo sama poskytovala úvěr.<sup>351</sup> Ohledně MCD EBA uvádí, že v dané době investování do nemovitostí skrze úvěrový crowdfunding nebylo časté, na poskytovatele crowdfundingových služeb by se však v takových případech mohla vztahovat ustanovení MCD o věřitelích, případně o úvěrových zprostředkovatelích.<sup>352</sup> Věřitel je v čl. 4 bodu 2 MCD vymezen obdobně jako v CCD, specifikum je však nutné zajištění úvěru nemovitostí dle čl. 3 odst. 1 písm. a) MCD nebo specifikovaný účel dle čl. 3 odst. 2 písm. b) MCD.

Pokud bychom s výše rozebranou argumentací přijali závěr, že se na crowdfundingové služby poskytované spotřebiteli CCD a případně MCD uplatní, vyvstává otázka, zda je v porovnání s regulací nespotebitelského crowdfundingu regulace dostačující. I Evropská komise zmiňuje orientaci těchto směrnic na pohled ze strany úvěrujícího, přičemž regulace nespotebitelského crowdfundingu je v tomto ohledu komplexnější, když je zaměřena na podporu financování start-upů a SMEs (tedy na úvěrované) i na ochranu investorů. Informační asymetrie v rámci finančního crowdfundingu vyžaduje jiný regulatorní přístup než ochrana spotřebitelů.<sup>353</sup>

Úprava spotřebitelského úvěrování i skrze crowdfunding byla předmětem zhodnocení v rámci „Retail Financial Services Action Plan“, které zahrnovalo i zhodnocení CCD.<sup>354</sup> Dne 19. listopadu 2023 vstoupila v platnost CCD 2 (CCD má být dle čl. 47 CCD 2 zrušena od 20. listopadu 2026), jejíž která měla dle důvodové zprávy doplňovat Nařízení o crowdfundingu.<sup>355</sup> V původním návrhu Evropské komise je zahrnuta úprava služeb skupinového financování pro spotřebitele.<sup>356</sup> Návrh CCD 2 výslovně uvádí, že směrnice měla vyřešit vyloučení úvěrování spotřebitelů skrze crowdfunding z působnosti Nařízení o crowdfundingu vymezením právní úpravy aplikovatelné na tuto oblast.<sup>357</sup> V konečné podobě je však pouze v čl. 46 odst. 2 CCD 2 zahrnuta povinnost Evropské komise posoudit do 20. listopadu 2025 nutnost ochrany spotřebitelů v rámci úvěrování prostřednictvím crowdfundingu. Úprava poskytování služeb skupinového financování úvěru spotřebiteli, jak ji obsahuje původní návrh, není do směrnice nakonec zařazena. K zahrnutí přímého úvěrování spotřebitele prostřednictvím crowdfundingu pod působnost CCD 2 se

---

<sup>351</sup> EBA, 2015, op. cit. pozn. 33, s. 31 [cit. 2023-11-27].

<sup>352</sup> Ibid, s. 26.

<sup>353</sup> EVROPSKÁ KOMISE, 2018b, op. cit. pozn. 60, s. 32 [cit. 2023-10-15].

<sup>354</sup> Ibid, s. 32-33.

<sup>355</sup> EVROPSKÁ KOMISE. Návrh Směrnice Evropského parlamentu a Rady o spotřebitelských úvěrech. COM(2021) 347 final. In: Eur-lex.europa.eu [online]. Brusel, 2021c, s. 3 [cit. 2023-11-24]. Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=COM:2021:347:FIN>.

<sup>356</sup> EVROPSKÁ KOMISE. Návrh Směrnice Evropského parlamentu a Rady o spotřebitelských úvěrech. COM(2021) 347 final. In: Eur-lex.europa.eu [online]. Brusel, 2021c, [cit. 2023-11-24]. Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=COM:2021:347:FIN>; konkrétně čl. 1 tohoto návrhu.

<sup>357</sup> EVROPSKÁ KOMISE. Návrh Směrnice Evropského parlamentu a Rady o spotřebitelských úvěrech. COM(2021) 347 final. In: Eur-lex.europa.eu [online]. Brusel, 2021c, s. 3 [cit. 2023-11-24]. Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=COM:2021:347:FIN>; konkrétně recitál 16 preambule tohoto návrhu.

negativně vyjádřila Rada Evropské unie. Uvedla, že zahrnutí této problematiky do předpisu zaměřeného na ochranu spotřebitele ve vztahu s podnikatelem není vhodné a měla by být upravena ve zvláštním předpisu.<sup>358</sup> Ohledně zmíněného původního návrhu Evropské komise E. Macchiavello uvádí, že nepřinášel dostatečné sblížení vnitrostátních režimů, když harmonizace nebyla komplexní a nezaváděla jednotnou licenci.<sup>359</sup> Směrnice ukládá zejména na informační povinnosti vůči úvěrovanému spotřebiteli<sup>360</sup> a také povinnost posoudit jeho úvěruschopnost dle čl. 18 CCD 2. Dle čl. 37 CCD 2 musí věřitelé a zprostředkovatelé úvěrů získat oprávnění k činnosti podle pravidel nastavených členskými státy.

V posouzení dopadů k návrhu CCD 2 Evropská komise uvádí, že úvěrování spotřebitelů prošlo digitální transformací.<sup>361</sup> Způsobená dostupnost úvěrů však může podporovat unáhlená rozhodnutí a nejasnosti spojené s působností CCD mohou vést k nedostatečné ochraně spotřebitele.<sup>362</sup> Digitalizace navíc může přispět přeshraničnímu rozvoji této oblasti.<sup>363</sup> V Akčním plánu pro finanční služby pro spotřebitele: lepší produkty a širší výběr, Evropská komise uvádí, že online platformy přímého úvěrování hrají významnou roli v rozvoji spotřebitelského úvěrování, a to i přeshraničně. Nastavení unijní regulace úvěrování však odpovídá jeho tradičním formám a pro tyto novější modely nemusí být vhodné. Zároveň na rozdíl od ostatních segmentů finančních služeb není harmonizované povolování ani dohled. To způsobuje nejistotu ohledně platného právního rámce. Stinnou stránkou dostupnosti spotřebitelských úvěrů je potom riziko nadměrného zadlužení, které je nutné zmírnit.<sup>364</sup> Nástroj, který brání nadměrnému zadlužování, je posouzení úvěruschopnosti dle čl. 8 CCD a čl. 18 MCD.<sup>365</sup>

---

<sup>358</sup> RADA EVROPSKÉ UNIE. Návrh Směrnice Evropského parlamentu a Rady o spotřebitelských úvěrech – obecný přístup. 2021/0171(COD). In: *Eur-lex.europa.eu* [online]. Brusel, 2022, s. 4 [cit. 2023-11-24]. Dostupné z: [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=consil:ST\\_9433\\_2022\\_REV\\_1](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=consil:ST_9433_2022_REV_1).

<sup>359</sup> MACCHIAVELLO, Eugenia, 2022b, č. 2, op. cit. pozn. 216, s. 95–96 [cit. 2023-22-12].

<sup>360</sup> Návrh Směrnice Evropského parlamentu a Rady o spotřebitelských úvěrech. COM(2021) 347 final. In: *Eur-lex.europa.eu* [online]. Brusel, 2021c, s. 3 [cit. 2023-11-24]. Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=COM:2021:347:FIN>; konkrétně čl. 5, 8-13, 18 a 22 tohoto návrhu.

<sup>361</sup> EVROPSKÁ KOMISE. Commission Staff Working Document Impact Assessment Report Accompanying The Proposal for a Directive of The European Parliament and of the Council on Consumer Credits. SWD(2021) 170 final. In: *Eur-lex.europa.eu* [online] Brusel: 2021b, s. 3 [cit. 2023-03-29]. Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=SWD:2021:0170:FIN>.

<sup>362</sup> *Ibid.*, s. 10.

<sup>363</sup> *Ibid.*, s. 21.

<sup>364</sup> EVROPSKÁ KOMISE. Sdělení Komise Evropskému parlamentu, Radě, Evropské centrální bance, Evropskému hospodářskému a sociálnímu výboru a výboru regionů: Akční plán finančních služeb pro spotřebitele: lepší produkty a širší výběr. COM(2017) 139 final. In: *Eur-lex.europa.eu* [online]. Brusel: 2017, s. 9 [cit. 2024-03-07]. Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52017DC0139>.

<sup>365</sup> *Ibid.*, s. 11.

Úvěrový crowdfunding zaměřený na spotřebitele je tedy v poměrech alternativního financování významným segmentem<sup>366</sup>, kterému chybí jasný regulační rámec. Ačkoliv odborná literatura dochází k některým cestám, jak by šla dovést aplikovatelnost CCD i na tyto případy<sup>367</sup>, nejsou tyto argumenty ve světle nedávného legislativního vývoje na unijní úrovni přesvědčivé. Kromě výše rozebraných argumentů totiž i zmíněný původní návrh CCD 2 podporuje závěr, že CCD (a rovněž MCD) se na peer-to-peer spotřebitelské úvěrování neuplatní. Jak bylo zmíněno, stejně tak není tato materie pro odlišné regulační cíle upravena v Nařízení o crowdfundingu.<sup>368</sup> Pro odlišnost této oblasti od materie upravované předpisy na ochranu spotřebitele došlo k jejímu vynětí z nové CCD 2<sup>369</sup> a aplikovatelný rámec tedy zůstává nejistý. Jak zdůrazňuje Evropská komise, předčasná regulace by mohla zpomalit rozvoj skupinového financování.<sup>370</sup> V případě této moderní oblasti je však stále jasnější, že přijetí jasného regulačního rámce je potřeba a vzhledem k úmyslu ji zařadit do zmíněného původního návrhu CCD 2<sup>371</sup> by se i tato oblast v blízké době měla dočkat vlastní regulace. Ta by měla splnit náročné požadavky na vyvážení zájmů všech zúčastněných subjektů, tedy nastavení vhodných podmínek pro crowdfundingové platformy za současné ochrany spotřebitelů, pro tentokrát na obou stranách.

#### **4.4.3. Jiné služby související se službami skupinového financování poskytované v souladu s vnitrostátními předpisy**

Čl. 1 odst. 2 písm. b) Nařízení vyjímá z jeho působnosti jiné služby související se službami skupinového financování poskytované v souladu s vnitrostátními právními předpisy. Na jaké služby se tato výjimka uplatní není jasné.<sup>372</sup> Formulace dané výjimky tyto služby blíže nekonkretizuje a mohou tak zahrnout třeba platební služby, investiční služby či účetní služby. Nedostatečné vymezení přináší i riziko, že poskytovatelé služeb skupinového financování tuto výjimku zneužijí a budou určitou službu poskytovat jako službu skupinového financování dle čl.

---

<sup>366</sup> ZIEGLER, Tatiana; SHNEOR, Rotem; WENZLAFF, Karsten; ODOROVIĆ, Ana; JOHANSON, Daniel et al., 2019, op. cit. pozn. 19, s. 32 [cit. 2023-10-13].

<sup>367</sup> EBERS, Martin a QUARCH, Benedikt, M., 2021, op. cit. pozn. 320, s. 96–97.

<sup>368</sup> EVROPSKÁ KOMISE, 2018b, op. cit. pozn. 60, s. 12, 32–33 [cit. 2023-10-15].

<sup>369</sup> RADA EVROPSKÉ UNIE, 2022, op. cit. pozn. 358, s. 4 [cit. 2023-11-24].

<sup>370</sup> EVROPSKÁ KOMISE. Sdělení Komise Evropskému parlamentu, Radě, Evropskému hospodářskému a sociálnímu výboru a Výboru regionů: Akční plán pro vytváření unie kapitálových trhů. COM(2015) 468 final. In: *Eur-lex.europa.eu* [online]. Brusel, 2015, s. 8 [cit. 2023-11-14]. Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52015DC0468>.

<sup>371</sup> Návrh Směrnice Evropského parlamentu a Rady o spotřebitelských úvěrech. COM(2021) 347 final. In: *Eur-lex.europa.eu* [online]. Brusel, 2021c, [cit. 2023-11-24]. Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=COM:2021:347:FIN>; konkrétně čl. 1 tohoto návrhu.

<sup>372</sup> JOKLÍKOVÁ, Kateřina, 2022, op. cit. pozn. 48, s. 31.



2 odst. 1 písm. a) Nařízení, aby se vyhnuli přísnějším vnitrostátním předpisům ve smyslu čl. 1 odst. 2 písm. b) Nařízení.<sup>373</sup>

#### 4.4.4. Limit objemu finančních prostředků

Jako poslední je nutné zmínit výjimku dle čl. 1 odst. 2 písm. c) Nařízení, dle kterého se Nařízení nevztahuje na nabídky skupinového financování s celkovou částkou protiplnění vyšší než 5 000 000 EUR za 12 měsíců na jednoho vlastníka projektu. Do tohoto limitu se počítá protiplnění získané v rámci investičního i úvěrového crowdfundingu a i celkové protiplnění z nabídek převoditelných cenných papírů uskutečněných v rámci výjimky z Nařízení o prospektu dle čl. 1 odst. 3 či výjimky z režimu Nařízení o prospektu stanovených právními předpisy členských států v souladu s možností zavedenou čl. 3 odst. 2 Nařízení o prospektu. Nelze tedy zvyšovat získaný kapitál využitím úvěrového i investičního crowdfundingu i veřejné nabídky cenných papírů zároveň, aniž by bylo nutné uveřejnit prospekt či mít povolení dle MiFID II.<sup>374</sup> Dle recitálu 16 preambule Nařízení 5 000 000 EUR „je prahová hodnota, kterou používá většina členských států k osvobození veřejných nabídek cenných papírů od povinnosti zveřejnit prospekt“. V této souvislosti čl. 49 Nařízení stanoví dvouletou odchylku pro členské státy s nižší prahovou hodnotou pro výjimku z povinnosti zveřejnit prospekt, po kterou se v těchto státech Nařízení aplikuje pouze na crowdfundingové nabídky s celkovým protiplněním do této hodnoty. Je možné, že členské státy nyní v návaznosti na Nařízení přistoupí k úpravě této prahové hodnoty.<sup>375</sup>

## 5. Sekundární obchodování v rámci crowdfundingu

Kromě podpory rozvoje crowdfundingu jako takového je umožnění obchodování na sekundárním trhu důležité k ochraně zájmů retailových investorů.<sup>376</sup> Recitál 13 Nařízení uvádí, že „Pro skupinové financování založené na investicích představuje převoditelnost důležitý ochranný prvek, který umožňuje investorům investici ukončit“. Nízké transakční náklady na sekundární

---

<sup>373</sup> IVANOVA, Petja, 2021, op. cit. pozn. 106, s. 59–60.

<sup>374</sup> JOKLÍKOVÁ, Kateřina, 2022, op. cit. pozn. 48, s. 32.

<sup>375</sup> Ibid, s. 32.

<sup>376</sup> HAKVOORT, Anne, 2021, op. cit. pozn. 95, s. 268.

obchodování s investicemi, a tedy lepší likvidita, mohou být jedním z určujících faktorů hodnoty investice na primárním trhu.<sup>377</sup>

Povolení sekundárního obchodování je však problematické vzhledem k obavě z přeměny úvěrového crowdfundingu v sekuritizaci, která způsobila globální finanční krizi. Problém není způsoben samotnou existencí sekundárních trhů, ale souvisí s problematikou upisování a klasifikace obchodovaných aktiv. Dále existují obavy ohledně zneužití vnitřních informací (tzv. *insider trading*) a zneužití trhu. Tyto obavy však lze řešit vhodně nastavenou regulací.<sup>378</sup>

Poskytovatel služeb skupinového financování může dle čl. 25 odst. 1 Nařízení provozovat elektronickou vývěsku, na které mohou klienti inzerovat zájem o koupi a prodej crowdfundingových nástrojů původně nabízených na platformě daného poskytovatele. Nemůže však dle čl. 25 odst. 2 Nařízení propojovat tyto zájmy způsobem, který by vedl k uzavření smlouvy, a nesmí tedy obsahovat interní systém párování, který by plnil pokyny klientů na mnohostranném základě. ESMA k elektronickým vývěskám uvádí, že inzerované zájmy by skrze elektronickou vývěsku neměly interagovat a k uzavření transakce by mělo dojít mimo ni.<sup>379</sup> Nemělo by se tedy jednat o mnohostranný obchodní systém dle čl. 4 odst. 1 bodu 22) MiFID II nebo organizovaný obchodní systém dle čl. 4 odst. 1 bodu 23) MiFID II, které mohou být provozované pouze s příslušným povolením dle MiFID II<sup>380</sup>.<sup>381</sup> Povinnost získat povolení dle MiFID II vzniká již umožněním interakce obchodních zájmů ve vztahu k finančním nástrojům, aniž by musela být uzavřena samotná smlouva.<sup>382</sup> Poskytovatelé crowdfundingových služeb musí o povaze elektronické vývěsky své klienty dle čl. 25 odst. 3 písm. a) Nařízení informovat. Recitál 55 preambule Nařízení tuto informační povinnost dokresluje tak, že by měli klienty dále informovat, že nepřijímají pokyny k prodeji či koupi převoditelných cenných papírů v souvislosti s realizovanými investicemi, neprovozují obchodní systém dle MiFID II a prodej a koupě takových nástrojů je na odpovědnost investorů.

---

<sup>377</sup> GARGANTINI, Matteo. Secondary Markets For Crowdfunding: Bulletin Boards (Art 25). In: MACCHIAVELLO, Eugenia (ed.). *Regulation on European Crowdfunding Service Providers For Business: A Commentary. Elgar Commentaries in Financial Law series* [online]. Cheltenham: Edward Elgar Publishing Limited, 2022, 351 s. [cit. 2023-11-12]. ISBN 978 1 80220 994 5. Dostupné z: <https://doi.org/10.4337/9781802209945.00034>.

<sup>378</sup> HAVRYLCHYK, Olena. Regulatory framework for the loan-based crowdfunding platforms. *OECD Economics Department Working Papers, No. 1513* [online]. Paris: OECD Publishing, 2018, s. 21 [cit. 2023-11-21]. ISSN 18151973. Dostupné z: <https://doi.org/10.1787/24ad924a-en>.

<sup>379</sup> ESMA. MiFID II Review Report: MiFID II review report on the functioning of Organised Trading Facilities (OTF). ESMA70-156-4225. In: *Esma.europa.eu* [online]. 2021, s. 27 [cit. 2023-11-03]. Dostupné z: <https://www.esma.europa.eu/document/mifid-ii-final-report-functioning-otf>.

<sup>380</sup> Čl. 5 odst. 1 ve spojení s čl. 4 odst. 1 bodem 2 ve spojení s bodem 8 a 9 oddílu A přílohy 1 MFID II.

<sup>381</sup> HAKVOORT, Anne, 2021, op. cit. pozn. 95, s. 274.

<sup>382</sup> ESMA, 2021, op. cit. pozn. 379, s. 12 [cit. 2023-11-03].

ESMA v revizní zprávě k MiFID II uvádí, že i ve vztahu ke crowdfundingu byly hranice mezi elektronickou vývěskou a obchodními systémy předmětem intenzivní debaty. Některé projekty prostřednictvím elektronických vývěsek hledají cestu, jak nabídnout svým zákazníkům sekundární trh, aniž by spadali pod regulaci obchodních systémů. Podle ESMA by za elektronickou vývěsku měl být považovaný systém, který naplní následující charakteristiky (v kontextu MiFID II):

- a) nabídka a poptávka finančních nástrojů jsou pouze shromažďovány a inzerovány;
- b) inzerenti nemohou komunikovat ani vyjednávat a neexistují upozornění ohledně propojení inzerovaných zájmů, není uložena povinnost používat nástroje spřízněných společností;
- c) inzerované zájmy nemohou být propojeny.<sup>383</sup>

Poskytovatelé služeb skupinového financování mohou dle čl. 25 odst. 5 Nařízení navrhnout referenční cenu pro crowdfundingové nástroje inzerované na elektronické vývěsce, což přesahuje pouhé inzerování zájmů o koupi a prodej. V úvahu tak přichází další možnosti zapojení poskytovatele crowdfundingových služeb do samotné transakce. Například nabídka vzorových transakčních dokumentů by mohla dále usnadnit pozici retailových investorů. Ty jsou potřeba až po propojení konkrétních zájmů a poskytnutí této služby by zřejmě neznamenal aplikaci MiFID II.<sup>384</sup>

Čl. 25 odst. 1 Nařízení jmenuje vedle převoditelných cenných papírů a nástrojů přijatých pro účely skupinového financování samostatně úvěry, které se nestávají převoditelnými cennými papíry jsou-li obchodovány v návaznosti na inzerci na elektronické vývěsce. Pokud úvěry nejsou finanční nástroje dle MiFID II, neuplatní se na sekundární obchodování požadavek na povolení dle MiFID II. V úvahu tak přichází širší zapojení poskytovatele crowdfundingových služeb do sekundárního obchodování ve vztahu k investicím v rámci úvěrového crowdfundingu. Vzhledem k poměrně jasnému vymezení možností elektronické vývěsky však ani v tomto případě zřejmě nebude možnost sekundárního obchodování širší.<sup>385</sup>

A. Hakvoort rozebírá, že pokud bychom měli úvěry kvalifikovat jako převoditelné cenné papíry, musely by splňovat následující podmínky. Převoditelné cenné papíry, které zahrnují dluhové cenné papíry, jsou obchodovatelné na kapitálovém trhu. Musí být tedy zaměnitelné – spojené se stejnými právy a povinnostmi, a jejich charakteristiky obchodování na kapitálovém trhu nebrání. Úvěr v rámci crowdfundingu bude zpravidla souhrn velkého množství malých investic, které jsou zaměnitelné, jelikož každý investor bude mít vůči vlastníku projektu shodná práva a povinnosti. Převoditelnost úvěrů nemůže být omezena, jelikož je možné je inzerovat na

---

<sup>383</sup> Ibid, s. 27–28.

<sup>384</sup> HAKVOORT, Anne, 2021, op. cit. pozn. 95, s. 276–277.

<sup>385</sup> Ibid, s. 277.

elektronické vývěse. Pouze obchodovatelnost na kapitálovém trhu by mohla odlišit investice v rámci úvěrového crowdfundingu a dluhové cenné papíry. Kapitálový trh nemá ustálené vymezení, ale zpravidla se jedná o místo, kde se setkává nabídka s poptávkou. Investice v rámci úvěrového crowdfundingu by tedy nemohly být dluhovými cennými papíry, když je lze sekundárně nabízet a poptávat pouze na elektronické vývěse, která nemůže být kapitálovým trhem, když se na ní konkrétní zájmy nemohou setkávat. V některých vnitrostátních režimech je však pojetí obchodovatelnosti na kapitálovém trhu široké a postačí, zda by dané nástroje byly obchodovatelné. Pokud je daný nástroj pravidelně obchodován, je i obchodovatelný na kapitálovém trhu. V některých vnitrostátních režimech může být investice v rámci úvěrového crowdfundingu považována za finanční nástroj ve smyslu MiFID II, zatímco v jiných nikoli, pokud jsou možnosti jeho sekundárního obchodování širší mimo elektronickou vývěsku.<sup>386</sup> Jelikož úvěry či nástroje přijaté pro účely skupinového financování nemusí být převoditelnými cennými papíry dle některých vnitrostátních režimů, výslovně zavedená možnost jejich inzerce na elektronické vývěse zajišťuje určitou rovnost.<sup>387</sup>

Kromě elektronické vývěsky odborná literatura uvádí možnost spolupráce v oblasti sekundárního obchodování crowdfundingových nástrojů se subjekty, které mají potřebné povolení dle MiFID II a mohou provozovat obchodní systémy, v rámci kterých by transakce mohly být vypořádány. Taková spolupráce by mohla být přínosná pro poskytovatele služeb skupinového financování i v tom smyslu, že by mohl být zapojen i do předběžného domlouvání transakce. Ekonomická stránka této možnosti i přístup dohledových orgánů budou zřejmé až časem.<sup>388</sup> Dle ESMA není nutné povolení dle MiFID II k pouhému domlouvání transakcí následně vypořádaných v rámci obchodního systému jiného autorizovaného subjektu, z jehož strany by se mohlo jednat o outsourcing.<sup>389</sup> Tento subjekt by však měl smluvními mechanismy zajistit dodržování pravidel MiFID II.<sup>390</sup>

I. Skultetyova porovnává možnost sekundárního obchodování v oblasti crowdfundingu, kde jsou výrazně limitované, s oblastí kryptoaktiv, kde omezeny nejsou. Nařízení MiCA v čl. 3 odst. 1 bodu 18 upravuje provozování obchodní platformy pro kryptoaktiva, kterou rozumí „řízení

---

<sup>386</sup> Ibid, s. 281–283.

<sup>387</sup> GARGANTINI, Matteo, 2022, op. cit. pozn. 377, s. 358 [cit. 2023-11-12].

<sup>388</sup> HAKVOORT, Anne, 2021, op. cit. pozn. 95, s. 285; tuto možnost uvádí i GARGANTINI, Matteo, 2022, op. cit. pozn. 377, s. 359 [cit. 2023-11-12].

<sup>389</sup> ESMA, 2021, op. cit. pozn. 379, s. 26–27 [cit. 2023-11-03].

<sup>390</sup> ESMA, 2021, op. cit. pozn. 379, s. 26–27 [cit. 2023-11-03]; také ESMA. Questions and Answers On MiFID II and MiFIR transparency topics. ESMA70-1562901-35 [online]. In: *Esma.europa.eu*. 2023, s. 47 [cit. 2024-03-27]. Dostupné z: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-872942901-35\\_qas\\_transparency\\_issues.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-872942901-35_qas_transparency_issues.pdf).

*jednoho nebo více mnohostranných systémů, které sdružují nebo usnadňují sdružování více zájmů třetích osob na nákupu a prodeji kryptoaktiv v systému a v souladu s jeho pravidly, a to způsobem, který vede ke smlouvě, a to buď směnou kryptoaktiv za peněžní prostředky, nebo směnou kryptoaktiv za jiná kryptaaktiva“.* Dochází k závěru, že i pro crowdfunding by měly být možnosti sekundárního obchodování širší.<sup>391</sup> V této souvislosti lze podotknout, že v případě tokenů vázaných na aktiva ukládá Nařízení MiCA jejich vydavatelům povinnost mít tzv. rezervu aktiv, která slouží k zajištění odpovědnosti vůči držitelům tokenů.<sup>392</sup> Ti mají tzv. právo na zpětnou výměnu za podmínek stanovených Nařízením MiCA, o kterém mají být informováni.<sup>393</sup> Poskytovatelé crowdfundingových služeb dle čl. 11 Nařízení o crowdfundingu podléhají pouze obezřetnostním požadavkům ve výši 25 0000 EUR a jedné čtvrtině fixních režijních nákladů.

Sekundární obchodování bylo rovněž předmětem výše rozebraného správního řízení se společností RONDA Invest a.s. Pokud chtěl investor ukončit investici, nabízela společnost zprostředkování jejího prodeje na sekundárním trhu. Společnost však neměla žádné oprávnění a mohla tak porušit zákaz poskytovat hlavní investiční služby bez příslušného povolení ČNB dle § 4a ZPKT.<sup>394</sup> Pojem „sekundární trh“ byl dle společnosti pouze marketingové označení a investorovi je ve skutečnosti nabídnuta dohoda o ukončení participace a nedochází ke zprostředkování náhradního investora.<sup>395</sup> ČNB uvádí, že společnost patrně nabízela zprostředkování prodeje participace jinému investorovi a je umožněna její převoditelnost mezi klienty společnosti.<sup>396</sup> V tomto případě se však nejednalo o provozování mnohostranného nebo organizovaného obchodního systému ve smyslu § 4 odst. 2 písm. f) a g) ZPKT, o kterém se v souvislosti se sekundárním obchodováním hovoří, nýbrž pouze o „sekundární obchodování“ realizované v rámci přijímání a předávání pokynů dle § 4 odst. 2 písm. a) ZPKT<sup>397</sup>.

Vliv fungování sekundárního trhu na trh primární byl předmětem studie, která došla k závěru, že při zajištění sekundárního trhu pro P2P úvěry je čas nutný pro dosažení požadované částky kratší.<sup>398</sup> Jiná studie se zabývala sekundárním trhem v souvislosti s podílovým crowdfundingem.

---

<sup>391</sup> SKULTETYOVA, Ivona, 2021, op. cit. pozn. 280, s. 30–31 [cit. 2023-11-25].

<sup>392</sup> Recitál 54 preambule Nařízení MiCA, čl. 36 Nařízení MiCA.

<sup>393</sup> Recitál 57 preambule Nařízení MiCA, čl. 39 Nařízení MiCA.

<sup>394</sup> Rozhodnutí ČNB v případě společnosti RONDA Invest a.s., č.j. 2021/22498/570 ze dne 1. března 2021, sp. zn. Sp/2020/347/573, ve znění rozhodnutí bankovní rady ČNB o rozkladu č.j. 2021/58703/CNB/110 ze dne 10. června 2021, sp. zn. Sp/2020/347/573, odstavce 9-11.

<sup>395</sup> Ibid, odstavce 22–23.

<sup>396</sup> Ibid, odstavce 35, 40.

<sup>397</sup> Ibid, odstavce 40.

<sup>398</sup> HOLDEN, Craig; LIN, Mingfeng, LU, Kai; SCHNEEMEIER, Jan; WEI, Zaiyan a YANG, Jun. The Effect of Secondary Market Closure on Primary Market Liquidity: Evidence from Peer-to-Peer Lending. 2020, roč. 52, č. 1, s. 19–21, 27–28 [cit. 2024-06-16]. ISSN 0048-7333. Dostupné z: <https://doi.org/10.1016/j.respol.2022.104648>.

Zjistila, že oznámení záměru umístit nástroje na sekundární trh má pozitivní vliv na úspěšnost akumulace kapitálu, který však časem může oslábnout v návaznosti na zjištění investorů, že sekundární trh nemusí představovat efektivní možnost, jak investici ukončit. Sekundární trhy tak musí být nastaveny efektivně.<sup>399</sup> Zároveň řada společností na sekundární trhy nevstoupí ani v případě, kdy se vstupem na sekundární trh nejsou spojeny větší překážky. Důvodem mohou být mimo jiné obavy ze snížení ocenění dané společnosti a reputační riziko.<sup>400</sup>

Využití elektronických vývěsek a dopad na sekundární trhy s crowdfundingovými nástroji má být dle čl. 45 odst. 2 písm. m) Nařízení předmětem zmíněné revizní zprávy Evropské komise. Elektronická vývěska sice v porovnání s komplexními obchodními systémy nabízí poměrně omezené možnosti, hranice jejího provozu jsou však z hlediska zákona poměrně jasně ohraničené. V návaznosti na výše zmíněné studie se domnívám, že elektronická vývěska v současné situaci, kdy se crowdfunding stále teprve rozvíjí a kdy byla jeho komplexnější regulace crowdfundingu teprve zavedena, představuje vhodný kompromis mezi potřebou zavést pro investory určitou možnost investici ukončit a potřebou odlišit takovou možnost od komplexně regulovaných obchodní systémů. Další možnosti zejména v podobě spolupráce v rámci sekundárního obchodování se subjekty, které mají příslušné povolení k provozování obchodního systému, budou otázkou praxe.<sup>401</sup>

---

<sup>399</sup> LUKKARINEN, Anna a SCHWIENBACHER, Armin. Secondary market listings in equity crowdfunding: The missing link? *Research Policy*. 2023, roč. 52, č. 1, s. 12–14, 17–18 [cit. 2024-06-16]. ISSN 0048-7333. Dostupné z: <https://doi.org/10.1016/j.respol.2022.104648>.

<sup>400</sup> Ibid, s. 18.

<sup>401</sup> GARGANTINI, Matteo, 2022, op. cit. pozn. 377, s. 359 [cit. 2023-11-12]; také HAKVOORT, Anne, 2021, op. cit. pozn. 95, 2021, s. 285.

## Závěr

V diplomové práci jsem se zabývala právní úpravou crowdfundingu na vnitrostátní i unijní úrovni. V první kapitole jsem rozebrala, co vše pojem crowdfunding zahrnuje a shrnula jsem rozdělení jednotlivých druhů, které je významné rovněž pro následnou analýzu regulace<sup>402</sup>. V kapitole zaměřené na vývoj právní regulace crowdfundingu jsem se věnovala základním předpisům aplikovatelným před účinností stále relativně nového Nařízení o crowdfundingu, které se však mohou v některých případech uplatnit i současně, jak bylo popsáno výše.

Následně jsem rozebrala působnost samotného Nařízení, a to zejména ve vztahu k vymezení úvěru ve smyslu Nařízení a ve vztahu k jednotlivým oblastem, které byly z jeho působnosti vyloučeny, neboť vymezení úvěru dle Nařízení nenaplní. V tomto ohledu je třeba doplnit, že působnost Nařízení má být rovněž předmětem budoucího posuzování ze strany Evropské komise, jak předpokládá čl. 45 odst. 1 Nařízení o crowdfundingu. Tato zpráva Evropské komise by se měla mimo jiné zabývat případným začleněním modelů zahrnujících postoupení pohledávek skrze crowdfundingové platformy dle čl. 45 odst. 1 písm. d) Nařízení, které zaujímají na trhu alternativního financování významnou pozici<sup>403</sup> a s jejichž vynětím tak mimo jiné nelze zcela souhlasit, a měly by být do Nařízení spíše zahrnuty<sup>404</sup>, jak jsem blíže posuzovala výše.

V diplomové práci jsem se dále zabývala oblastmi, které byly z působnosti Nařízení vyňaty. Jak uvádí recitál 15 preambule Nařízení, pro odlišnosti nebyly do působnosti Nařízení zahrnuty ani ICOs, přičemž jak uvádím výše v podkapitole věnující se tomuto rovněž aktuálnímu fenoménu, je tento přístup opodstatněný. Nedávno bylo navíc přijato Nařízení MiCA, které přináší specifickou regulaci této oblasti.

Důvodnost vynětí nefinančního crowdfundingu z působnosti Nařízení pak odpovídá zaměření Nařízení o crowdfundingu na podporu alternativního financování SMEs<sup>405</sup> a pro oblast nefinančního crowdfundingu zůstává v aktuální situaci relevantní spíše použití soft law nástrojů.<sup>406</sup>

Shodné důvody platí pro vynětí crowdfundingových služeb poskytovaných spotřebiteli<sup>407</sup>, které však naráží na problematické nejasnosti ohledně aplikovatelného právního rámce popsané ve čtvrté kapitole této diplomové práce. Zároveň je tento segment na trhu alternativního

---

<sup>402</sup> JOKLÍKOVÁ, Kateřina, 2022, op. cit. pozn. 48, s. 28.

<sup>403</sup> ZIEGLER, Tatiana; SHNEOR, Rotem; WENZLAFF, Karsten; SURESH, Krishnamurthy; PAES, Felipe F. C. et al., 2021, op. cit. pozn. 74, s. 74. [cit. 2023-10-13].

<sup>404</sup> PIATTELLI, Umberto a CARUSO, Sofia, 2022, op. cit. pozn. 225, s. 617 [cit. 2023-11-12].

<sup>405</sup> EVROPSKÁ KOMISE, 2018a, op. cit. pozn. 52, s. 2 [cit. 2023-06-25].

<sup>406</sup> MACCHIAVELLO, Eugenia a VALENTI, Chiara, op. cit. pozn. 47, 2022, s. 645 [cit. 2023-11-12].

<sup>407</sup> EVROPSKÁ KOMISE, 2018b, op. cit. pozn. 60, s. 12 [cit. 2023-10-15]; také EVROPSKÁ KOMISE, 2018a, op. cit. pozn. 52, s. 2 [cit. 2023-06-25].

financování velmi významný.<sup>408</sup> Jakkoliv je jeho vynětí z působnosti Nařízení obhajitelné obdobným způsobem jako vynětí nefinančního crowdfundingu, absence jasné regulace již obhajitelná není. S ohledem na plánované zahrnutí této oblasti do CCD 2<sup>409</sup> a její následné vyloučení s odůvodněním, že by měla být regulována ve zvláštním právním předpisu<sup>410</sup>, je však pravděpodobné, že se tato oblast vyjasnění právního rámce brzy dočká.

V poslední podkapitole jsem se věnovala možnostem sekundárního obchodování s investicemi v rámci crowdfundingu a používání elektronických vývěsek, které v současné fázi dle mého názoru představují dostatečný mechanismus pro tuto specifickou oblast.

Nařízení o crowdfundingu přispěje k rozvoji této oblasti, když přináší jednotnou licenci a právní jistotu pro subjekty zúčastněné na crowdfundingu.<sup>411</sup> Dle čl. 45 odst. 1 písm. s) Nařízení o crowdfundingu budou součástí zprávy Evropské komise i možné aspekty udržitelnosti v rámci crowdfundingu. Jejich výslovné zohlednění je projevem dlouhodobého zaměření unijních politik na udržitelný rozvoj, které se projevuje v oblasti finanční regulace.<sup>412</sup> I přes pravděpodobné zvýšení nákladů pro SMEs je komplexní přístup k zajištění udržitelnosti nutný.<sup>413</sup> Nařízení je spíše prvním krokem ke komplexnější regulaci této různorodé oblasti, kterou bude nutné postupně dále mapovat a přistupovat k úpravě regulace stávající nebo přijímat regulaci novou, jak by ostatně mělo v blízké době nastat v oblasti úvěrování spotřebitelů prostřednictvím crowdfundingu.

---

<sup>408</sup> ZIEGLER, Tatiana; SHNEOR, Rotem; WENZLAFF, Karsten; ODOROVIĆ, Ana; JOHANSON, Daniel et al., 2019, op. cit. pozn. 19, s. 32 [cit. 2023-10-13].

<sup>409</sup> EVROPSKÁ KOMISE. Návrh Směrnice Evropského parlamentu a Rady o spotřebitelských úvěrech. COM(2021) 347 final. In: Eur-lex.europa.eu [online]. Brusel, 2021c, [cit. 2023-11-24]. Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=COM:2021:347:FIN>; konkrétně čl. 1 a recitál 16 tohoto návrhu.

<sup>410</sup> RADA EVROPSKÉ UNIE, 2022, op. cit. pozn. 358, s. 4 [cit. 2023-11-24].

<sup>411</sup> MACCHIAVELLO, Eugenia, 2022b, op. cit. pozn. 216, s. 112 [cit. 2023-22-12].

<sup>412</sup> MACCHIAVELLO, Eugenia, 2022a, op. cit. pozn. 223, s. 493 [cit. 2023-11-12].

<sup>413</sup> Ibid, s. 494.



## **Seznam zkratek**

### **AIFMD**

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2011/61/EU ze dne 8. června 2011 o správcích alternativních investičních fondů a o změně směrnic 2003/41/ES a 2009/65/ES a nařízení (ES) č. 1060/2009 a (EU) č. 1095/2010

### **AML Směrnice**

Směrnice Evropského parlamentu a Rady (EU) 2015/849 ze dne 20. května 2015 o předcházení využívání finančního systému k praní peněz nebo financování terorismu, o změně nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 648/2012 a o zrušení směrnice Evropského parlamentu a Rady 2005/60/ES a směrnice Komise 2006/70/ES

### **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

### **CCD 2**

Směrnice Evropského parlamentu a Rady (EU) 2023/2225 ze dne 18. října 2023 o smlouvách o spotřebitelském úvěru a o zrušení směrnice 2008/48/ES

### **CIS**

Collective Investment Scheme (Režim kolektivního investování)

### **CRD**

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2013/36/EU ze dne 26. června 2013 o přístupu k činnosti úvěrových institucí a o obezřetnostním dohledu nad úvěrovými institucemi a o změně směrnice 2002/87/ES a zrušení směrnic 2006/48/ES a 2006/49/ES

### **CRR**

Nařízení Evropského Parlamentu a Rady (EU) č. 575/2013 ze dne 26. června 2013 o obezřetnostních požadavcích na úvěrové instituce a o změně nařízení (EU) č. 648/2012

### **ČNB**

Česká národní banka

### **EBA**

European Banking Authority (Evropský orgán pro bankovníctví)

### **EMD**

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2009/110/ES ze dne 16. září 2009 o přístupu k činnosti institucí elektronických peněz, o jejím výkonu a o obezřetnostním dohledu nad touto činností, o změně směrnic 2005/60/ES a 2006/48/ES a o zrušení směrnice 2000/46/ES

## **ESMA**

European Securities and Markets Authority (Evropský orgán pro cenné papíry)

## **ICO**

Initial Coin Offering – Prvotní nabídka kryptoměny

## **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 I**

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES ze dne 21. dubna 2004 o trzích finančních nástrojů, o změně směrnice Rady 85/611/EHS a 93/6/EHS a směrnice Evropského parlamentu a Rady 2000/12/ES a o zrušení směrnice Rady 93/22/EHS

## **MiFID II**

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

## **Nařízení/Nařízení o crowdfundingu**

Nařízení Evropského Parlamentu a Rady (EU) 2020/1503, o evropských poskytovatelích služeb skupinového financování pro podniky

## **Nařízení MiCA**

Nařízení Evropského Parlamentu a Rady (EU) 2023/1114 ze dne 31. května 2023 o trzích kryptoaktiv a o změně nařízení (EU) č. 1093/2010 a (EU) č. 1095/2010 a směrnic 2013/36/EU a (EU) 2019/1937

## **Nařízení o evropských fondech rizikového kapitálu**

Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 345/2013 ze dne 17. dubna 2013 o evropských fondech rizikového kapitálu

## **Nařízení o evropských fondech sociálního podnikání**

Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 346/2013 ze dne 17. dubna 2013 o evropských fondech sociálního podnikání

## **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

## **Nařízení o zneužívání trhu**

Nařízení Evropského Parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014 ze dne 16. dubna 2014 o zneužívání trhu (nařízení o zneužívání trhu) a o zrušení směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES a směrnic Komise 2003/124/ES, 2003/125/ES a 2004/72/ES

## **Občanský zákoník**

Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník

## **PSD 1**

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2007/64/ES ze dne 13. listopadu 2007 o platebních službách na vnitřním trhu, kterou se mění směrnice 97/7/ES, 2002/65/ES a 2006/48/ES a zrušuje směrnice 97/5/ES.

## **PSD 2**

Směrnice Evropského parlamentu a Rady (EU) 2015/2366 ze dne 25. listopadu 2015 o platebních službách na vnitřním trhu, o změně směrnice 2002/65/ES, 2009/110/ES, 2013/36/EU a nařízení (EU) č. 1093/2010 a o zrušení směrnice 2007/64/ES

## **P2P**

Peer-to-peer

## **SMEs**

Small and Medium-sized Enterprises – Malé a střední podniky

## **Směrnici o autorském právu na jednotném digitálním trhu**

Směrnice Evropského parlamentu a rady (EU) 2019/790 ze dne 17. dubna 2019 o autorském právu a právech s ním souvisejících na jednotném digitálním trhu a o změně směrnic 96/9/ES a 2001/29/ES

## **Směrnice o crowdfundingu**

Směrnice Evropského parlamentu a Rady (EU) 2020/1504 ze dne 7. října 2020, kterou se mění směrnice 2014/65/EU o trzích finančních nástrojů

## **Směrnici o elektronickém obchodu**

Směrnice Evropského parlamentu a rady 2000/31/ES ze dne 8. června 2000 o některých právních aspektech služeb informační společnosti, zejména elektronického obchodu, na vnitřním trhu

## **Směrnice o nepřiměřených podmínkách ve spotřebitelských smlouvách**

Směrnice Rady 93/13/EHS ze dne 5. dubna 1993 o zneužívajících ujednáních ve spotřebitelských smlouvách

## **Směrnice o některých aspektech prodeje spotřebního zboží a záruk na toto zboží**

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 1999/44/ES ze dne 25. května 1999 o některých aspektech prodeje spotřebního zboží a záruk na toto zboží

### **Směrnice o některých aspektech smluv o prodeji zboží**

Směrnice Evropského parlamentu a Rady (EU) 2019/771 ze dne 20. května 2019 o některých aspektech smluv o prodeji zboží, o změně nařízení (EU) 2017/2394 a směrnice 2009/22/ES a o zrušení směrnice 1999/44/ES

### **Směrnice o právech spotřebitelů**

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2011/83/EU ze dne 25. října 2011 o právech spotřebitelů, kterou se mění směrnice Rady 93/13/EHS a směrnice Evropského parlamentu a Rady 1999/44/ES a zrušuje směrnice Rady 85/577/EHS a směrnice Evropského parlamentu a Rady 97/7/ES

### **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

### **Směrnice o systémech pro odškodnění investorů**

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 97/9/ES ze dne 3. března 1997 o systémech pro odškodnění investorů

### **Směrnice o uvádění finančních služeb pro spotřebitele na trh na dálku**

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2002/65/ES ze dne 23. září 2002 o uvádění finančních služeb pro spotřebitele na trh na dálku a o změně směrnice Rady 90/619/EHS a směrnic 97/7/ES a 98/27/ES

### **SPV**

Special Purpose Vehicle – Prostředek zvláštního určení

### **Třetí AML Směrnice**

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2005/60/ES ze dne 26. října 2005 o předcházení zneužití finančního systému k praní peněz a financování terorismu (Text s významem pro EHP)

### **UCITS**

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2009/65/ES ze dne 13. července 2009 o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (SKIPCP)

### **Zákon o bankách**

Zákon č. 21/1992 Sb., o bankách

**Zákon o dohledu**

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

**Zákon o některých opatřeních proti legalizaci výnosů z trestné činnosti a financování terorismu**

Zákon č. 253/2008 Sb., o některých opatřeních proti legalizaci výnosů z trestné činnosti a financování terorismu

**Zákon o ochraně spotřebitele**

Zákon č. 634/1992 Sb., o ochraně spotřebitele

**Zákon o platebním styku**

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

**Zákon o spotřebitelském úvěru**

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

**Zákon o veřejných sbírkách**

Zákon č. 117/2001 Sb., o veřejných sbírkách a o změně některých zákonů

**ZISIF**

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

**ZPKT**

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

**Živnostenský zákon**

Zákon č. 455/1991 Sb., o živnostenském podnikání (živnostenský zákon)

## Seznam použitých zdrojů

### 1. Knižní zdroje

BATTAGLINI, Raffaele a DAVICO, Davide. Is the Crowdfunding Regulation Future-Proof? Forms of Blockchain-based Crowdfunding Falling Outside of the Scope of the Regulation. In: ORTOLANI, Pietro a LOUISSE, Marije (eds.). *The EU Crowdfunding Regulation*. 1. vydání. New York: Oxford University Press, 2021, 113–136 s. ISBN: 9780192856395.

EBERS, Martin a QUARCH, Benedikt, M. EU Consumer Law and the Boundaries of the Crowdfunding Regulation. In: ORTOLANI, Pietro a LOUISSE, Marije (eds.). *The EU Crowdfunding Regulation*. 1. vydání. New York: Oxford University Press, 2021, 83–112 s. ISBN: 9780192856395.

GARGANTINI, Matteo. Secondary Markets For Crowdfunding: Bulletin Boards (Art 25). In: MACCHIAVELLO, Eugenia (ed.). *Regulation on European Crowdfunding Service Providers For Business: A Commentary. Elgar Commentaries in Financial Law series* [online]. Cheltenham: Edward Elgar Publishing Limited, 2022, 350–366 s. [cit. 2023-11-12]. ISBN 978 1 80220 994 5. Dostupné z: <https://doi.org/10.4337/9781802209945.00034>.

GAUNT, Sam a LONGO, Andrea. Non-Profit Project Owners. Crowdfunding and Public Interest Litigation in the Digital Age. In: ORTOLANI, Pietro a LOUISSE, Marije (eds.). *The EU Crowdfunding Regulation*. 1. vydání. New York: Oxford University Press, 2021, 223–239 s. ISBN: 9780192856395.

GIERCZAK, Michael, M.; BRETSCHNEIDER, Ulrich; HAAS, Philipp; BLOHM, Ivo a LEIMEISTER, Jan, M. Crowdfunding: Outlining the New Era of Fundraising. In: GAJDA, Oliver a Dennis, BRÜNTJE (eds.). *Crowdfunding in Europe: State of The Art in Theory And Practice. FGF Studies in Small Business and Entrepreneurship* [online]. Cham: Springer Science + Business Media, 2016. 7–23 s. [cit. 2024-02-11]. ISBN 978-3-319-18017-5. Dostupné z: [https://doi.org/10.1007/978-3-319-18017-5\\_2](https://doi.org/10.1007/978-3-319-18017-5_2)

HAKVOORT, Anne. Secondary Trading of Crowdfunding Investments. In: ORTOLANI, Pietro a LOUISSE, Marije (eds.). *The EU Crowdfunding Regulation*. 1. vydání. New York: Oxford University Press, 2021, s. 268–286. ISBN: 9780192856395.

HRDLIČKA, Lukáš a ŠMIRAUŠOVÁ, Petra. Právní regulace licencí provozovatelů crowdfundingových platform. In: PICHRT, Jan; BOHAČ, Radim, ELISCHER, David; KOPECKÝ, Martin a MORÁVEK, Jakub (eds.). *Sdílená ekonomika a delikty*. 1. Vydání. Praha: Wolters Kluwer, 2018, s. 163–176 ISBN 978-80-7598-236-0.

HUSTÁK, Zdeněk. § 1 Předmět úpravy. In: HUSTÁK, Zdeněk; CETLOVÁ, Klára; DOLEŽALOVÁ, Daniela; FRANĚK, Michal; SMUTNÝ, Aleš; ŠOVAR, Jan. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu*. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2012a, 1–14 s. ISBN 978-80-7400-433-9

HUSTÁK, Zdeněk. § 3 Investiční nástroje. In: HUSTÁK, Zdeněk; CETLOVÁ, Klára; DOLEŽALOVÁ, Daniela; FRANĚK, Michal; SMUTNÝ, Aleš a ŠOVAR, Jan. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu*. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2012b, 49–59 s. ISBN 978-80-7400-433-9.

HUSTÁK, Zdeněk. § 4 Investiční služby. In: HUSTÁK, Zdeněk; CETLOVÁ, Klára; DOLEŽALOVÁ, Daniela; FRANĚK, Michal; SMUTNÝ, Aleš a ŠOVAR, Jan. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu*. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2012c, 59–87 s. ISBN 978-80-7400-433-9

IVANOVA, Petja. The Scope of the Crowdfunding Regulation and the Impact of Brexit. In: ORTOLANI, Pietro a LOUISSE, Marije (eds.). *The EU Crowdfunding Regulation*. 1. vydání. New York: Oxford University Press, 2021, s. 49–67. ISBN: 9780192856395.

KLAMO, Josef. P2P lending z pohledu českého finančního práva. In: PICHRT, Jan; BOHÁČ, Radim, MORÁVEK, Jakub (eds.). *Sdílená ekonomika – sdílený právní problém?* 1. Vydání. Praha: Wolters Kluwer, 2018, 173–184 s. ISBN 978-80-7552-874-2.

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

KLEINER, Caroline. General Report: The Legal Regulation of Crowdfunding. In: KLEINER, Caroline (ed). *Legal Aspects of Crowdfunding. Ius Comparatum - Global Studies in Comparative Law* [online]. Cham: Springer, 2021, roč. 55, 49–89 s. [cit. 2023-03-25]. ISBN 978-3-030-79264-0. Dostupné z: [https://doi.org/10.1007/978-3-030-79264-0\\_2](https://doi.org/10.1007/978-3-030-79264-0_2).

NĚMEC, Libor; ZAHŘÁNKOVÁ, Jana. *Finanční crowdfunding*. 1. Vydání. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2019. 101 s. ISBN 6. 978-80-7552-980-0

SMUTNÝ, Aleš; PIHERA, Vlastimil a CUNÍK, Tomáš. § 2 Přijímání vkladů bez licence. In: SMUTNÝ, Aleš; PIHERA, Vlastimil; SÝKORA, Pavel a CUNÍK, Tomáš. *Zákon o bankách*. 2. vydání. Praha: C. H. Beck, 2019, 103–114 s. ISBN 978-80-7400-764-4.

SMUTNÝ, Aleš. § 36c Schvalování prospektu. In: HUSTÁK, Zdeněk; CETLOVÁ, Klára; DOLEŽALOVÁ, Daniela; FRANĚK, Michal; SMUTNÝ, Aleš; ŠOVAR, Jan. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu*. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2012, 386–394 s. ISBN 978-80-7400-433-9

MACCHIAVELLO, Eugenia. FinTech Regulation from a Cross-Sectoral Perspective. In: COLAERT, Veerle; BUSCH, Danny; INCALZA, Thomas (eds.). *European Financial Regulation: Levelling the Cross-Sectoral Playing Field*. 1. Vydání. Oxford: Hart Publishing, 2019, 63–85 s. ISBN 978-1-50992-645-9.

MACCHIAVELLO, Eugenia. The Commission's Interim Report and Prospective Adaptations of the ECSFR (Art 45). In: MACCHIAVELLO, Eugenia (ed.). *Regulation on European Crowdfunding Service Providers For Business: A Commentary. Elgar Commentaries in Financial Law series* [online]. Cheltenham: Edward Elgar Publishing Limited, 2022a, 482–496 s. [cit. 2023-11-12]. ISBN 9781802209945. Dostupné z: <https://doi.org/10.4337/9781802209945.00044>.

MACCHIAVELLO, Eugenia a VALENTI, Chiara. Beyond the ECSFR and Financial-Return: The Regulation of Donation and Reward-based Crowdfunding in the EU. In: MACCHIAVELLO, Eugenia (ed.). *Regulation on European Crowdfunding Service Providers For Business: A Commentary. Elgar Commentaries in Financial Law series* [online]. Cheltenham: Edward Elgar Publishing Limited, 2022, s. 619-645 [cit. 2023-11-12]. ISBN 9781802209945. Dostupné z: <https://doi.org/10.4337/9781802209945.00054>.

PIATTELLI, Umberto a CARUSO, Sofia. INVOICE TRADING AND REGULATION: THE CASE OF ITALY In: MACCHIAVELLO, Eugenia (ed.). *Regulation on European Crowdfunding Service Providers For Business: A Commentary. Elgar Commentaries in Financial Law series* [online]. Cheltenham: Edward Elgar Publishing Limited, 2022, 607–618 s. [cit. 2023-11-12]. ISBN 9781802209945. Dostupné z: <https://doi.org/10.4337/9781802209945.00053>.

TINTĚRA, Petr. Změna závazků. In: TINTĚRA, Tomáš a PETR, Pavel. *Základy závazkového práva/ 1. díl*. 2. Vydání. Praha: Leges, 2020, s. 127–150. ISBN: 978-80-7502-476-3.

VAN POELGEEST, Jonneke a LOUISSE, Marije. The Regulatory Position and Obligations of Project Owners. In: ORTOLANI, Pietro a LOUISSE, Marije (eds.). *The EU Crowdfunding Regulation*. 1. vydání. New York: Oxford University Press, 2021, s. 183–203. ISBN: 9780192856395.

WENZLAFF, Karsten; ODOROVIĆ, Ana; ZIEGLER, Tania a SHNEOR, Rotem. Crowdfunding in Europe: Between Fragmentation and Harmonization. In: SHNEOR, Rotem a ZHAO, Liang; FLÅTEN, Bjørn-Tore (eds.). *Advances in Crowdfunding: Research and Practice* [online]. Cham: Palgrave Macmillan, 2020, 373–390 s. [cit. 2023-11-16]. ISBN 978-3-030-46309-0. Dostupné z: [https://doi.org/10.1007/978-3-030-46309-0\\_16](https://doi.org/10.1007/978-3-030-46309-0_16).

## 2. Odborné články a internetové zdroje

ASSOCIATION OF FUNDRAISING PROFESSIONALS. Code of Ethical Standards. In: *Aftglobal.org* [online]. 2014 [cit. 2024-03-11]. Dostupné z: <https://aftglobal.org/ethicsmain/code-ethical-standards>.

ASSOCIATION OF FUNDRAISING PROFESSIONALS. The Donor Bill of Rights. In: *Aftglobal.org* [online]. [cit. 2024-03-11]. Dostupné z: <https://aftglobal.org/donor-bill-rights>.

BALTA, Narcissa a DELGADO, Juan. Home Bias and Market Integration in the EU. In: *CESifo Economic Studies* [online]. Oxford University Press on behalf of Ifo Institute for Economic Research, Munich, 2008, roč. 55, č. 1, 110–144 s. [cit. 2024-03-05]. Dostupné z: <https://doi.org/10.1093/cesifo/ifn037>.

BELLEFLAMME, Paul; LAMBERT, Thomas a SCHWIENBACHER, Armin. Crowdfunding: Tapping the right crowd. *Journal of Business Venturing* [online]. 2014, roč. 29, č. 5, s. 585–609 [cit. 2024-02-24]. ISSN 0883-9026. Dostupné z: <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2013.07.003>

BIEMANS, Jan. Reward-Based Crowdfunding and EU Consumer Rights. *European Review of Private Law* [online]. 2020, roč. 28, č. 1, 51–72 s. Dostupné z: <https://doi.org/10.54648/erpl2020004>

BUSCH, Christoph; SCHULTE-NÖLKE, Hans; WIEWIÓROWSKA-DOMAGALSKA, Aneta a ZOLL, Fryderyk. The Rise of the Platform Economy: A New Challenge for EU Consumer Law? In: BUSCH, Christoph; DE FRANCESCHI, Alberto; DJUROVIC, Mateja, LUZAK, Joasia; MAK, Vanessa et al. (eds.). *Journal of European Consumer and Market Law: Special Issue: The Rise of the Platform Economy* [online]. C.H.Beck, 2016, roč. 5, 3–10 s. [cit. 2023-11-28]. Dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=2754100>.

CICCHIELLO, Antonella F. Harmonizing the crowdfunding regulation in Europe: need, challenges, and risks. *Journal of Small Business & Entrepreneurship* [online]. Routledge, 2019, roč. 32, č. 6, 585–606 s. [cit. 2023-11-19]. Dostupné z: <https://doi.org/10.1080/08276331.2019.1603945>.

CROWDBERRY S.R.O. Seznamte se s Crowdberry. In: *Crowdberry.eu* [online]. [cit. 2024-03-03]. Dostupné z: <https://www.crowdberry.eu/cs/about>.

Crowdjustice. Terms of Use. In: *Crowdjustice.com* [online]. 2023, [cit. 2023-11-24]. Dostupné z: <https://www.crowdjustice.com/terms-and-conditions/>.

CUMMING, Douglas, J.; LEBOEUF, Gaël a SCHWIENBACHER, Armin. Crowdfunding Models: Keep-It-All vs. All-Or-Nothing. In: *Financial Management* [online]. Financial



Management Association International, 2020, roč. 49, č. 2, 331–360 s. [cit. 2024-03-24]. ISSN 0046-3892. Dostupné z: <https://doi.org/10.1111/fima.12262>.

CZECHCRUNCH. Crowdfunding. In: *Czechcrunch.cz* [online]. 2014–2024 [cit. 2024-03-03]. Dostupné z: <https://cc.cz/pruvodceinvestora/crowdfunding/>.

ČNB. Časté dotazy k nařízení o crowdfundingu. In: *Cnb.cz* [online]. 2023, 6 s. [cit. 2023-10-27]. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/dohled-financni-trh/.galleries/legislativni\\_zakladna\\_obchodovani\\_s\\_OTC\\_derivaty/download/20230328\\_faq\\_k\\_naizeni\\_o\\_crowdfundingu.pdf](https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/dohled-financni-trh/.galleries/legislativni_zakladna_obchodovani_s_OTC_derivaty/download/20230328_faq_k_naizeni_o_crowdfundingu.pdf).

DONIO S.R.O. *Donio.cz* [online]. [cit. 2023-12-07]. Dostupné z: <https://www.donio.cz/>. [cit. 2023-12-07]; k donation-based crowdfundingu: <https://www.donio.cz/o-dobrocinnem-crowdfundingu>

DONIO S.R.O. Jak Donio funguje? In: *Donio.cz*. [online]. [cit. 2023-12-07]. Dostupné z: <https://www.donio.cz/jak-donio-funguje>.

DONIO S.R.O. *KODEX CHOVÁNÍ DONIO*. In: *Donio.cz* [online]. [cit. 2024-03-11]. Dostupné z: <https://www.donio.cz/kodex>.

DZIUBA, Dariusz T. Crowdfunding Platforms in Invoice Trading as Alternative Financial Markets. *Roczniki Kolegium Analiz Ekonomicznych* [online]. 2018, č. 49, s. 455–464 [cit. 2023-10-13]. Dostupné z: [https://rocznikikae.sgh.waw.pl/p/roczniki\\_kae\\_z49\\_31.pdf](https://rocznikikae.sgh.waw.pl/p/roczniki_kae_z49_31.pdf)

EBA. Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding. EBA/Op/2015/03. In: *Eba.europa.eu* [online]. 2015, 40 s. [cit. 2023-11-27]. 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>.

ESMA SECURITIES AND MARKETS STAKEHOLDER GROUP. POSITION PAPER: Crowdfunding. ESMA/2014/SMSG/010. In: *Esma.europa.eu* [online]. 2014, 10 s. [cit. 2023-06-25]. Dostupné z: <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-smsg-010.pdf>

ESMA. Advice: Investment-based crowdfunding. ESMA/2014/1560. In: *Esma.europa.eu* [online]. 2014, 43 s. [cit. 2023-11-27]. Dostupné z: <https://www.esma.europa.eu/document/advice-investment-based-crowdfunding>.

ESMA. EU Prospectuses ESMA Statistical Report 2022. ESMA-50-165-2336. In: *Esma.europa.eu* [online]. 2022, 28 s. [cit. 2023-12-8]. Dostupné z: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-2336\\_esma\\_statistical\\_report\\_-\\_eu\\_prospectuses.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-2336_esma_statistical_report_-_eu_prospectuses.pdf).

ESMA. MiFID II Review Report: MiFID II review report on the functioning of Organised Trading Facilities (OTF). ESMA70-156-4225. In: *Esma.europa.eu* [online]. 2021, 53 s. [cit. 2023-11-03]. Dostupné z: <https://www.esma.europa.eu/document/mifid-ii-final-report-functioning-otf>.

ESMA. Questions and Answers On MiFID II and MiFIR transparency topics. ESMA70-1562901-35 [online]. In: *Esma.europa.eu*. 2023, 76 s. [cit. 2024-03-27]. Dostupné z: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-872942901-35\\_qas\\_transparency\\_issues.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-872942901-35_qas_transparency_issues.pdf).

EUROPEAN FUNDRAISING ASSOCIATION. EFA members. In: *Efa-net.eu* [online]. 2021 [cit. 2024-03-11]. Dostupné z: <https://efa-net.eu/membership/members>.

EUROPEAN FUNDRAISING ASSOCIATION. Ethics. In: *Efa-net.eu* [online]. 2021 [cit. 2024-03-11]. Dostupné z: <https://efa-net.eu/about/ethics>.

EUROPEAN FUNDRAISING ASSOCIATION. International Statement of Ethical Principles in Fundraising. In: *Efa-net.eu* [online]. 2018 [cit. 2024-03-11] Dostupné z: <https://efa-net.eu/wp-content/uploads/2018/10/international-statement-of-ethical-principles-in-fundraising-july-2018.pdf>.

EVROPSKÁ KOMISE, GENERÁLNÍ ŘEDITELSTVÍ PRO VNITŘNÍ TRH, PRŮMYSL, PODNIKÁNÍ A MALÉ A STŘEDNÍ PODNIKY. Vysvětlení pojmu skupinové financování (crowdfunding): Průvodce pro malé a střední podniky. In: *Op.europa.eu* [online]. Publications Office, 2015, 36 s. [cit. 2023-04-22]. ISBN 978-92-79-45196-6. Dostupné z: <https://data.europa.eu/doi/10.2873/818322>.

EVROPSKÁ KOMISE. Commission Staff Working Document Evaluation of Directive 2008/48/EC on credit agreement for consumers. SWD(2020) 254 final [online]. In: *Ec.europa.eu*. Brusel, 2020, 148 s. [cit. 2023-03-27]. Dostupné z: [https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/1844-Evaluation-of-the-Consumer-Credit-Directive\\_cs](https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/1844-Evaluation-of-the-Consumer-Credit-Directive_cs)

EVROPSKÁ KOMISE. Commission Staff Working Document Impact Assessment Report Accompanying The Proposal for a Directive of The European Parliament and of the Council on Consumer Credits. SWD(2021) 170 final. In: *Eur-lex.europa.eu* [online] Brusel: 2021b, 238 s. [cit. 2023-03-29]. Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=SWD:2021:0170:FIN>.

EVROPSKÁ KOMISE. Commission Staff Working Document 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. SWD(2018) 56 final. In: *Eur-lex.europa.eu* [online]. Brusel, 2018b, 121 s. [cit. 2023-10-15]. Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=SWD:2018:0056:FIN>.

EVROPSKÁ KOMISE. Návrh Nařízení Evropského parlamentu a Rady o evropských poskytovatelích služeb skupinového financování pro podniky. COM(2018) 113 final. In: *Eur-lex.europa.eu* [online]. Brusel, 2018a, 63 s. [cit. 2023-06-25]. Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex:52018PC0113>.

EVROPSKÁ KOMISE. Návrh Nařízení Evropského parlamentu a Rady o prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování. COM(2015) 583 final. In: *Eur-lex.europa.eu* [online]. Brusel, 2015, 95 s. [cit. 2023-06-25]. Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/?uri=CELEX:52015PC0583>.

EVROPSKÁ KOMISE. Návrh Nařízení Evropského parlamentu a Rady o předcházení využívání finančního systému k praní peněz nebo financování terorismu. COM(2021) 420 final. In: *Eur-*

*lex.europa.eu* [online]. Brusel, 2021a, 77 s. [cit. 2023-11-25], Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52021PC0420>

EVROPSKÁ KOMISE. Návrh Směrnice Evropského parlamentu a Rady o spotřebitelských úvěrech. COM(2021) 347 final. In: *Eur-lex.europa.eu* [online]. Brusel, 2021c, 68 s. [cit. 2023-11-24]. Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=COM:2021:347:FIN>.

EVROPSKÁ KOMISE. Sdělení Komise Evropskému parlamentu, Evropské radě, Radě, Evropskému hospodářskému a sociálnímu výboru a Výboru regionů: Dokončení unie kapitálových trhů do roku 2019 – čas urychlit realizaci. COM(2018) 114 final. In: *Eur-lex.europa.eu* [online]. Brusel, 2018c, 7 s. [cit. 2023-11-14]. Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/ALL/?uri=CELEX:52018DC0114>.

EVROPSKÁ KOMISE. Sdělení Komise Evropskému parlamentu, Radě, Evropské centrální bance, Evropskému hospodářskému a sociálnímu výboru a Výboru regionů: Akční plán finančních služeb pro spotřebitele: lepší produkty a širší výběr. COM(2017) 139 final. In: *Eur-lex.europa.eu* [online]. Brusel, 2017, 16 s. [cit. 2024-03-07]. Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52017DC0139>.

EVROPSKÁ KOMISE. Sdělení Komise Evropskému parlamentu, Radě, Evropskému hospodářskému a sociálnímu výboru a Výboru regionů: Akční plán pro vytváření unie kapitálových trhů. COM(2015) 468 final. In: *Eur-lex.europa.eu* [online]. Brusel, 2015, 32 s. [cit. 2023-11-14]. Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52015DC0468>.

EVROPSKÁ KOMISE. Zpráva Komise Evropskému parlamentu a Radě o posouzení rizik praní peněz a financování terorismu, která mají dopad na vnitřní trh a souvisejí s přeshraničními činnostmi. COM(2017) 340 final. In: *Eur-lex.europa.eu* [online]. Brusel, 2017, 22 s. [cit. 2023-11-25]. Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52017DC0340>.

EVROPSKÝ PARLAMENT: Committee on Economic and Monetary Affairs. Draft Report on the proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business (COM(2018)0113 – C8-0103/2018 – 2018/0048(COD)) In: *Europarl.europa.eu* [online]. 2018, 80 s., [cit. 2023-11-30]. Dostupné z: [https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/ECON-PR-626662\\_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/ECON-PR-626662_EN.pdf).

FÓRUM DÁRCŮ. O nás. In: *Darujspravne.cz* [online]. © 2017 [cit. 2023-12-07]. Dostupné z: <https://www.darujspravne.cz/>.

GAVLAS, Petr; SMUTNÝ, Aleš. Crowdfunding pohledem ČNB. In: *Cnb.cz* [online]. 2021, 27 s., [cit. 2023-07-16]. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/verejnost/.galleries/pro\\_media/konference\\_projevy/vysto-upeni\\_projevy/download/crowdfunding\\_pohledem\\_CNB\\_20211102.pdf](https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/verejnost/.galleries/pro_media/konference_projevy/vysto-upeni_projevy/download/crowdfunding_pohledem_CNB_20211102.pdf);

GOFUNDME. About us: Helping people help each other. In: *Gofundme.com* [online]. © 2010-2024 [cit. 2024-03-03]. Dostupné z: <https://www.gofundme.com/c/about-us>

GÓMEZ, Manuel, A. Crowdfunded Justice: On the Potential Benefits and Challenges of Crowdfunding as a Litigation Financing Tool. In: *University of San Francisco Law Review* [online]. 2015, roč. 49, č. 2, 307–334 s. [cit. 2023-11-21]. Dostupné z: <https://repository.usfca.edu/usflawreview/vol49/iss2/3>.

HAVRYLCHYK, Olena. Regulatory framework for the loan-based crowdfunding platforms. *OECD Economics Department Working Papers, No. 1513* [online]. Paris: OECD Publishing, 2018, s. 21 [cit. 2023-11-21]. ISSN 18151973. Dostupné z: <https://doi.org/10.1787/24ad924a-en>.

HITHIT, S.R.O. Co je Hithit. In: *Hithit.com* [online]. 2012–2024 [cit. 2024-03-03] Dostupné z: <https://www.hithit.com/cs/article/whatIsHithit>

HOBZA, Martin. Korporátní dluhopisy: černé ovce kapitálového trhu? *Bulletin Advokacie*. 2021b, 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*. Praha: C. H. Beck, 2021a, č. 3, s. 189-194. ISSN 1803-6554

HOLDEN, Craig; LIN, Mingfeng, LU, Kai; SCHNEEMEIER, Jan; WEI, Zaiyan a YANG, Jun. The Effect of Secondary Market Closure on Primary Market Liquidity: Evidence from Peer-to-Peer Lending. 2020, 64 s. [cit. 2024-06-16]. Dostupné z: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3502006>.

CHEN, James. Home Bias: What it is, How it Works, Special Considerations. In: *Investopedia.com* [online]. New York City: Dotdash Meredith, 2023 [cit. 2024-03-01]. Dostupné z: <https://www.investopedia.com/terms/h/homebias.asp>.

INDIEGOGO. About us. In: *Indiegogo.com* [online]. © 2024 [cit. 2024-03-03]. Dostupné z: <https://www.indiegogo.com/about/our-story>

JOKLÍKOVÁ, Kateřina. Otázky spojené s praktickou implementací nové evropské regulace finančního crowdfundingu. In: *Obchodní právo*. 2022, č. 9, s. 28–37. ISSN 1210-8278.

KICKSTARTER. About us. In: *Kickstarter.com* [online]. © 2024 [cit. 2024-03-03]. Dostupné z: <https://www.kickstarter.com/about?ref=global-footer>

LAVILLE, Sandra. Portuguese children to crowdfund European climate change case. In: *Theguardian.com* [online]. Guardian News & Media Limited, 2017 [cit. 2023-11-24]. Dostupné z: <https://www.theguardian.com/world/2017/sep/25/portuguese-children-crowdfund-european-climate-change-case-sue-47-countries>.

LIN, Mingfeng a VISWANATHAN, Siva. *Home Bias in Online Investments: An Empirical Study of an Online Crowdfunding Market*. In: Management Science [online]. INFORMS, 2015, roč. 62, č. 5, 1393–1414 s. [cit. 2024-03-03]. Dostupné z: <https://doi.org/10.1287/mnsc.2015.2206>.

LUKKARINEN, Anna a SCHWIENBACHER, Armin. Secondary market listings in equity crowdfunding: The missing link? *Research Policy*. 2023, roč. 52, č. 1, 22 s. [cit. 2024-06-16]. ISSN 0048-7333. Dostupné z: <https://doi.org/10.1016/j.respol.2022.104648>.

MACCHIAVELLO, Eugenia. Financial-Return Crowdfunding and Regulatory Approaches in the Shadow Banking, Fintech and Collaborative Finance Era. Forthcoming in: *European Company and Financial Law Review* [online]. 2017, roč. 14, č. 4, 39 s. [cit. 2024-03-28]. Dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=3082192>.

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, 557–608 s., [cit. 2023-11-27]. Dostupné z: <https://doi.org/10.54648/eulr2021020>.

MACCHIAVELLO, Eugenia. The Challenges Awaiting the European Crowdfunding Services Providers Regulation: Ready for Launch? *Nordic Journal of Commercial Law* [online]. 2022b, č. 2, s. 90–115 [cit. 2023-22-12]. Dostupné z: <https://doi.org/10.54337/ojs.njcl.2.7544>. ISSN 1459-9686.

Ministerstvo financí České republiky. Koncepce rozvoje kapitálového trhu v České republice 2019 – 2023. In: *Mfcr.cz* [online]. 2019, 43 s. [cit. 2023-12-07]. Dostupné z: [https://www.mfcr.cz/assets/cs/media/Material\\_2019\\_Koncepce-rozvoje-kapitaloveho-trhu-v-Ceske-republice-2019-2023.pdf](https://www.mfcr.cz/assets/cs/media/Material_2019_Koncepce-rozvoje-kapitaloveho-trhu-v-Ceske-republice-2019-2023.pdf)

Ministerstvo spravedlnosti České republiky. Veřejný rejstřík a Sběrka listin: Výpis z obchodního rejstříku: Fundlift, s.r.o. In: *or.justice.cz* [online]. [cit. 2024-03-03]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik-firma.vysledky?subjektId=891685&typ=PLATNY>.

Ministerstvo spravedlnosti České republiky. Veřejný rejstřík a Sběrka listin: Výpis z obchodního rejstříku: KB SmartSolutions, s.r.o. In: *Or.justice.cz* [online]. [cit. 2024-03-24]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik-firma.vysledky?subjektId=1037604&typ=PLATNY>.

Ministerstvo spravedlnosti České republiky. Veřejný rejstřík a Sběrka listin: Výpis z obchodního rejstříku: upvest s.r.o. In: *Or.justice.cz* [online]. [cit. 2024-03-24]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik-firma.vysledky?subjektId=964200&typ=PLATNY>.

RADA EVROPSKÉ UNIE. Návrh Směrnice Evropského parlamentu a Rady o spotřebitelských úvěrech – obecný přístup. 2021/0171(COD). In: *Eur-lex.europa.eu* [online]. Brusel, 2022, s. 4 [cit. 2023-11-24]. Dostupné z: [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=consil:ST\\_9433\\_2022\\_REV\\_1](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=consil:ST_9433_2022_REV_1).

SKULTETYOVA, Ivona. Reinforcing European Innovation In Crypto-Assets: A EURO CROWD Position Paper on Markets in Crypto-Assets Regulation Proposal (MiCA): A publication of the Crypto Assets Working Group at EURO CROWD. In: *Eurocrowd.org* [online]. Brusel, 2021, s. 25 [cit. 2023-11-25]. Dostupné z: <https://eurocrowd.org/wp-content/uploads/2021/07/Reinforcing-European-Innovation-In-Crypto-Assets-A-EURO CROWD-Position-Paper-on-Markets-in-Crypto-Assets-Regulation-Proposal-MiCA-.pdf>.

SMITH, Tim. Crowdfunding: What It Is, How It Works, and Popular Websites. In: *Investopedia.com* [online]. New York: Dotdash Meredith, 2023. [cit. 2024-02-26]. Dostupné z: <https://www.investopedia.com/terms/c/crowdfunding.asp>.

Upvest. *O Upvestu*. In: *Upvest.cz* [online]. [cit. 2024-03-24]. Dostupné z: <https://www.upvest.cz/o-nas>.

VODSEĎÁLEK, Petr. *Zakladatel Donio: V lidech je stále zakořeněn pocit selhání, když žádají o pomoc*. In: *Deník.cz*. [online]. Vltava Labe Media, 2021 [cit. 2024-03-03]. Dostupné z: <https://www.denik.cz/regiony/rozhovor-zakladatel-donio-20211220.html>

ZIEGLER, Tatiana; SHNEOR, Rotem; GARVEY, Kieran; WENZLAFF, Karsten; YEROLEMOU, Nikos et al. *Expanding Horizons' - The 3<sup>rd</sup> European Alternative Finance Industry Report*. [online] Cambridge: Cambridge Centre for Alternative Finance, 2017, 123 s. [cit. 2023-11-18]. Dostupné z: [www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/expanding-horizons/#.YEC6Oy1XZQI](http://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/expanding-horizons/#.YEC6Oy1XZQI)

ZIEGLER, Tatiana; SHNEOR, Rotem; WENZLAFF, Karsten; ODOROVIC, Ana; JOHANSON, Daniel et al. *Shifting Paradigms: The 4<sup>th</sup> European Alternative Finance Benchmarking Report* [online]. Cambridge: Cambridge Centre for Alternative Finance, 2019, 147 s. [cit. 2023-10-13].

Dostupné z: <https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/shifting-paradigms/>

ZIEGLER, Tatiana; SHNEOR, Rotem; WENZLAFF, Karsten; SURESH, Krishnamurthy; PAES, Felipe F. C.; et al. *The 2nd Global Alternative Finance Market Benchmarking Report* [online]. Cambridge: Cambridge Centre for Alternative Finance, 2021, 197 s. [cit. 2023-10-13]. Dostupné z: <https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/the-2nd-global-alternative-finance-market-benchmarking-report/>

### 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, o evropských poskytovatelích služeb skupinového financování pro podniky

Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2022/858 ze dne 30. května 2022 o pilotním režimu pro tržní infrastruktury založené na technologii sdíleného registru a o změně nařízení (EU) č. 600/2014 a (EU) č. 909/2014 a směrnice 2014/65/EU

Nařízení Evropského Parlamentu a Rady (EU) 2023/1114 ze dne 31. května 2023 o trzích kryptoaktiv a o změně nařízení (EU) č. 1093/2010 a (EU) č. 1095/2010 a směrnic 2013/36/EU a (EU) 2019/1937

Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 345/2013 ze dne 17. dubna 2013 o evropských fondech rizikového kapitálu

Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 346/2013 ze dne 17. dubna 2013 o evropských fondech sociálního podnikání

Nařízení Evropského Parlamentu a Rady (EU) č. 575/2013 ze dne 26. června 2013 o obezřetnostních požadavcích na úvěrové instituce a o změně nařízení (EU) č. 648/2012

Nařízení Evropského Parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014 ze dne 16. dubna 2014 o zneužívání trhu (nařízení o zneužívání trhu) a o zrušení směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES a směrnic Komise 2003/124/ES, 2003/125/ES a 2004/72/ES

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

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

Směrnice Evropského parlamentu a Rady (EU) 2015/2366 ze dne 25. listopadu 2015 o platebních službách na vnitřním trhu, o změně směrnice 2002/65/ES, 2009/110/ES, 2013/36/EU a nařízení (EU) č. 1093/2010 a o zrušení směrnice 2007/64/ES

Směrnice Evropského parlamentu a Rady (EU) 2015/849 ze dne 20. května 2015 o předcházení využívání finančního systému k praní peněz nebo financování terorismu, o změně nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 648/2012 a o zrušení směrnice Evropského parlamentu a Rady 2005/60/ES a směrnice Komise 2006/70/ES

Směrnice Evropského parlamentu a Rady (EU) 2019/771 ze dne 20. května 2019 o některých aspektech smluv o prodeji zboží, o změně nařízení (EU) 2017/2394 a směrnice 2009/22/ES a o zrušení směrnice 1999/44/ES

Směrnice Evropského parlamentu a rady (EU) 2019/790 ze dne 17. dubna 2019 o autorském právu a právech s ním souvisejících na jednotném digitálním trhu a o změně směrnic 96/9/ES a 2001/29/ES

Směrnice Evropského parlamentu a Rady (EU) 2020/1504 ze dne 7. října 2020, kterou se mění směrnice 2014/65/EU o trzích finančních nástrojů

Směrnice Evropského parlamentu a Rady (EU) 2023/2225 ze dne 18. října 2023 o smlouvách o spotřebitelském úvěru a o zrušení směrnice 2008/48/ES

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 1999/44/ES ze dne 25. května 1999 o některých aspektech prodeje spotřebního zboží a záruk na toto zboží

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2000/31/ES ze dne 8. června 2000 o některých právních aspektech služeb informační společnosti, zejména elektronického obchodu, na vnitřním trhu

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2002/65/ES ze dne 23. září 2002 o uvádění finančních služeb pro spotřebitele na trh na dálku a o změně směrnice Rady 90/619/EHS a směrnic 97/7/ES a 98/27/ES

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES ze dne 28. ledna 2003 o obchodování zasvěcených osob a manipulaci s trhem (zneužívání trhu)

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 2004/39/ES ze dne 21. dubna 2004 o trzích finančních nástrojů, o změně směrnice Rady 85/611/EHS a 93/6/EHS a směrnice Evropského parlamentu a Rady 2000/12/ES a o zrušení směrnice Rady 93/22/EHS

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2005/60/ES ze dne 26. října 2005 o předcházení zneužití finančního systému k praní peněz a financování terorismu (Text s významem pro EHP)

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2007/64/ES ze dne 13. listopadu 2007 o platebních službách na vnitřním trhu, kterou se mění směrnice 97/7/ES, 2002/65/ES a 2006/48/ES a zrušuje směrnice 97/5/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 2009/110/ES ze dne 16. září 2009 o přístupu k činnosti institucí elektronických peněz, o jejím výkonu a o obezřetnostním dohledu nad touto činností, o změně směrnic 2005/60/ES a 2006/48/ES a o zrušení směrnice 2000/46/ES

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2009/65/ES ze dne 13. července 2009 o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (SKIPCP)

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2011/61/EU ze dne 8. června 2011 o správcích alternativních investičních fondů a o změně směrnic 2003/41/ES a 2009/65/ES a nařízení (ES) č. 1060/2009 a (EU) č. 1095/2010

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2011/83/EU ze dne 25. října 2011 o právech spotřebitelů, kterou se mění směrnice Rady 93/13/EHS a směrnice Evropského parlamentu a Rady 1999/44/ES a zrušuje směrnice Rady 85/577/EHS a směrnice Evropského parlamentu a Rady 97/7/ES

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2013/36/EU ze dne 26. června 2013 o přístupu k činnosti úvěrových institucí a o obezřetnostním dohledu nad úvěrovými institucemi a o změně směrnice 2002/87/ES a zrušení směrnic 2006/48/ES a 2006/49/ES

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 97/9/ES ze dne 3. března 1997 o systémech pro odškodnění investorů

Směrnice Rady 93/13/EHS ze dne 5. dubna 1993 o zneužívajících ujednáních ve spotřebitelských smlouvách

Zákon č. 117/2001 Sb., o veřejných sbírkách a o změně některých zákonů

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

Zákon č. 21/1992 Sb., o bankách

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

Zákon č. 253/2008 Sb., o některých opatřeních proti legalizaci výnosů z trestné činnosti a financování terorismu

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. 455/1991 Sb., o živnostenském podnikání (živnostenský zákon)

Zákon č. 634/1992 Sb., o ochraně spotřebitele

Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník



#### 4. Rozhodnutí a stanoviska

ČNB. Je schválení prospektu Českou národní bankou zárukou budoucího růstu hodnoty cenného papíru, případně zárukou splacení závazků plynoucích z cenných papírů? In: *Cnb.cz* [online]. 2019 [cit. 2023-12-08]. Dostupné na: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2019-34>.

ČNB. K neoprávněnému přijímání vkladů od veřejnosti (tzv. černé bankovnictví). In: *Cnb.cz* [online]. 2022 [cit. 2023-11-18]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2022-04/>.

ČNB. Povaha participačních smluv z hlediska regulace finančního trhu. In: *Cnb.cz* [online]. 2024 [cit. 2024-05-24]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2024-03/>

ČNB. Zprostředkování půjček, resp. úvěrů. In: *Cnb.cz* [online]. 2010, 2 s. [cit. 2023-11-24]. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/casto-kladene-dotazy/.galleries/stanoviska\\_a\\_odpovedi/pdf/zprostredkovani\\_pujcek.pdf](https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/casto-kladene-dotazy/.galleries/stanoviska_a_odpovedi/pdf/zprostredkovani_pujcek.pdf).

Ordonnance du Président de la Cour. 23 octobre 2015. ECLI:EU:C:2015:759

Rozhodnutí ČNB v případě společnosti Investown Technologies s.r.o., č.j. 2022/102483/570, sp.zn. Sp/2021/246/573 ze dne 5. 10. 2022 ve znění rozhodnutí bankovní rady ČNB o rozkladu č. j. 2023/12331/CNB/110, sp. zn. Sp/2021/246/573 ze dne 26. ledna 2023

Rozhodnutí v případě společnosti RONDA Invest a.s., č.j. 2021/22498/570 ze dne 1. března 2021, sp.zn. Sp/2020/347/573, ve znění rozhodnutí bankovní rady ČNB o rozkladu č.j. 2021/58703/CNB/110, sp. zn. Sp/2020/347/573 ze dne 10. června 2021

Rozhodnutí ČNB v případě společnosti Woman & Man Exclusive, s.r.o., č. j. 2008/14072/570, ze dne 12. 12. 2008 ve znění rozhodnutí bankovní rady ČNB o rozkladu č. j. 2009/886/110, sp. zn. Sp/2008/15/573 ze dne 26. 3. 2009

Rozhodnutí Soudního dvora EU ze dne 9. listopadu 2016 ve věci *Sabrina Wathelet v Garage Bietheres & Fils SPRL*, sp. zn. C-149/15, 2017/C 006/15.

Securities and Exchange Commission. Securities Act of 1933, Release No. 8984 / November 24, 2008: Administrative Proceeding File No. 3-13296: Order Instituting Cease-and-Desist Proceedings Pursuant to Section 8a of the Securities Act of 1933, Making Findings, and Imposing a Cease-and-Desist Order. In: *Sec.gov* [online]. 24. 11. 2008, [cit. 2024-5-23]. Dostupné z: <https://www.sec.gov/files/litigation/admin/2008/33-8984.pdf>.

Rozhodnutí Nejvyššího soudu USA SEC v. W. J. Howey Co., 328 U.S. 293 (1946)

Rozhodnutí Nejvyššího soudu USA Reves v. Ernst & Young, Inc., 494 U.S. 56 (1990)

#### 5. Ostatní zdroje

Důvodová zpráva k zákonu č. 370/2017 Sb. o platebním styku, č. 370/2017 Dz [online]. 182 s. [cit. 2023-11-27]. Dostupné z: <https://www.psp.cz/sqw/text/orig2.sqw?idd=121274>.

Důvodová zpráva k zákonu č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, č. 89/2012 Dz [online]. s. [cit. 2023-11-27]. Dostupné z: <http://obcanskyzakonik.justice.cz/images/pdf/Duvodova-zprava-NOZ-konsolidovana-verze.pdf>

Žádost o rozhodnutí o předběžné otázce podaná Korkein oikeus (Finsko) dne 25. června 2015 – TrustBuddy AB v. Lauri Pihlajaniemi, C-311/15, 2015/C 294/48.

# **Právní regulace crowdfundingu v České republice**

## **Abstrakt**

Tato diplomová práce se věnuje právní úpravě skupinového financování v České republice a nedávno přijatému Nařízení o crowdfundingu. Jejím cílem je analyzovat nastavení působnosti Nařízení o crowdfundingu, a to jak ve vztahu k vymezení služeb skupinového financování, tak ve vztahu k oblastem, které byly z jeho působnosti vyňaty.

První kapitola je věnována samotnému pojmu skupinového financování, principu fungování tohoto novodobého fenoménu a jeho různým druhům. Shrnuje rovněž statistiky, které jsou v této oblasti dostupné a přinášejí relevantní poznatky pro regulatorní přístup.

Druhá kapitola následně rozebírá základní právní předpisy unijního i vnitrostátního původu aplikovatelné před přijetím Nařízení, které zůstávají aktuální pro některé případy i nadále.

Třetí kapitola se věnuje přijetí samotného Nařízení o crowdfundingu, které představuje první zvláštní právní úpravu této oblasti, a důvodům, které k jeho přijetí vedly.

Čtvrtá kapitola se zabývá vymezením služeb skupinového financování dle Nařízení o crowdfundingu a oblastmi, na které se Nařízení nevztahuje. Je rozdělena do více částí podle jednotlivých oblastí, které jsou analyzovány. Věnuje se nejprve vymezení úvěru dle Nařízení a modelům, existujícím v praxi a které do působnosti Nařízení vzhledem k vymezení úvěru nespadnou. Jedná se například o model zahrnující postoupení pohledávek nebo model využívající participace na úvěrech. Další podkapitola se věnuje vyloučení ICOs, vhodnosti takového nastavení a rozdílům a podobnostem těchto dvou oblastí. Následující část se věnuje nefinančnímu crowdfundingu, jeho vyloučení z působnosti Nařízení a přístupu k regulaci této oblasti. Předposlední část této kapitoly se potom věnuje skupinovému financování spotřebitelských projektů, jejichž vynětí z působnosti Nařízení přináší řadu otázek týkající se aplikovatelné právní úpravy. Poslední část této kapitoly potom shrnuje omezení působnosti Nařízení celkovou hodnotou získaného protiplnění.

Poslední kapitola se následně věnuje omezeným možnostem sekundárního obchodování investic v rámci crowdfundingu a hranicím elektronické vývěsky, kterou mohou poskytovatelé služeb skupinového financování provozovat.

**Klíčová slova: Crowdfunding, Financování, Nařízení o crowdfundingu**

# **Regulation of Crowdfunding in the Czech Republic**

## **Abstract**

This thesis focuses on the regulation of crowdfunding in the Czech republic and on the recently adopted European Crowdfunding Service Providers Regulation. The aim of this thesis is to analyse the setting of its scope of the Regulation, both in relation to the setting of crowdfunding services and in relation to exempted areas.

The first chapter is dedicated to the concept of crowdfunding, the way this modern phenomenon functions and its different kinds. It also looks at statistics available in this field that bring relevant findings for the regulatory approach towards this sector.

The second chapter then identifies the fundamental legislation of both European union and national origin applicable before the European Crowdfunding Service Providers Regulation was adopted, which remain applicable for some cases at the present time also.

The third chapter focuses on the adoption of the European Crowdfunding Service Providers Regulation itself, which represents a first separate piece of legislation dedicated to this sector, and also the reasons which lead to its adoption.

The fourth chapter deals with the setting of the crowdfunding services according to the European Crowdfunding Service Providers Regulation and areas that it does not cover. It is divided into several parts according to the analyzed areas. It first addresses the definition of a loan according to the European Crowdfunding Service Providers Regulation and crowdfunding models that exist in practice but are not covered by the Regulation. That is for example the case of assignment of a receivable through crowdfunding or models using credit linked notes. The next subchapter focuses on the exclusion of ICOs from the scope of the European Crowdfunding Service Providers Regulation, the suitability of such approach and the differences and similarities between the two areas. The following part deals with donation-based and reward-based kinds of crowdfunding, its exclusion from the scope of the European Crowdfunding Service Providers Regulation and the regulatory approach towards this sector. The next part of this chapter is then dedicated to the crowdfunding services provided to consumers as project owners and its exclusion from the scope of the European Crowdfunding Service Providers Regulation that brings about a number of questions concerning the applicable legislation. The last subchapter then summarizes the limitation of the scope of the European Crowdfunding Service Providers Regulation to a certain total value of consideration received.

The last chapter then discusses the limited possibilities of secondary trading of investments within crowdfunding and the boundaries of the electronic bulletin board, which the crowdfunding services providers can operate.

**Klíčová slova: Crowdfunding, Financing, ECSPR**