



Crowdfunding – nové příležitosti a regulatorní implikace

Zdeněk Husták¹

Crowdfunding je v posledních letech stále frekventovanějším pojmem ve finančním světě. Věcně nejde o nic jiného než o získávání finančních prostředků od širší skupiny lidí, což samo o sobě nepředstavuje novinku ani z pohledu regulace, ani z pohledu investování a finančního trhu – vzpomeňme sbírku na stavbu Národního divadla v Praze v 19. století atp.² Co je však nového, je způsob jakým toto získávání prostředků probíhá, totiž využití internetu, sociálních sítí a online marketingu. To s sebou přináší řadu nových obchodních a investičních příležitostí, ale i rizik. A právě těmto otázkám se věnuje následující příspěvek.

ÚVODEM

Pojem crowdfundingu se objevuje v 90. letech minulého století jako označení pro internetové platformy určené pro získávání prostředků na financování různých uměleckých nebo sociálních projektů. Dnes existují ve světě stovky, ba tisíce crowdfundingových platform. Z neznámějších zmiňme Kickstarter, Indiegogo, Crowdfunder, RocketHub umožňující investice do firem,³ Zopa zprostředkovávající úvěry, či Sellaband a PledgeMusic zaměřující se na financování hudebních projektů. Na českém trhu již delší dobu funguje řada crowdfundingových platform, kupř. servery jako Startovač, Hithit, Sportstarter atp., aktuálně zahajuje provoz platforma Fundlift určené pro financování malých a středních inovativních firem. Na Slovensku též delší dobu fungují servery jako Žltý melón či IdeasStarter.

V rámci crowdfundingu vystupuje několik aktérů – předně je to provozovatel crowdfundingové platformy, tj. osoba, která vytvořila a provozuje systém pro sběr požadavků na financování a pro získávání závazných příslibů financování. Nastavuje podmínky fungování platformy, určuje typy požadavků na financování (projektů) způsobilých pro přijetí k nabízení na crowdfundingové platformě, podmínky účasti přispěvatelů atp. Přispěvatelé („investoři“), jsou osobami, které poskytují prostředky na financování jednotlivých projektů nabízených prostřednictvím platformy. Žadatelé („nositelé projektů“) jsou osoby, které poptávají finanční prostředky potřebné pro realizaci svých záměrů. Tyto záměry mohou být velmi rozmanité, ať jde o umělecké dílo, vývoj nové technologie, obchodní rozvoj firmy, investiční výstavbu, ale i soukromý nákup nemovitosti či úvěr na nákup automobilu nebo jiného spotřebního zboží. V dalším textu je pro zjednodušení souhrnně označme pojmem „projekt“. Společné pro všechny formy crowdfundingu je, že je to přispěvatel, který si sám volí projekty, které podpoří. I tímto se crowdfunding liší od investování prostřednictvím investičních fondů nebo vkladem do banky, která následně půjčuje peníze dále.

TYPY CROWDFUNDINGU

Crowdfundingové platformy vznikají s různými záměry a liší se i jejich obchodní modely a práv-

ní formy. Základní modely se pokusila podchytil IOSCO ve své studii z roku 2014⁴ a obdobně též Evropská komise.⁵ Vyjdeme-li z typologií uváděných těmito institucemi, můžeme rozlišit (i) základní typy crowdfundingu z hlediska ekonomické povahy poskytnutého protiplnění a (ii) několik obchodních modelů z hlediska právní povahy jejich fungování a vztahů mezi provozovatelem, přispěvateli a žadatelem.

Tradiční, historicky etablovanou formou crowdfundingu je model založený na darování (*donation based crowdfunding*), který je využíván pro získávání finančních prostředků vesměs na dobročinné či jinak veřejně prospěšné účely. V tomto případě přispěvatelé neočekávají od organizátora sbírky za poskytnutý finanční obnos žádnou bezprostřední protihodnotu či službu.⁶ Právní vztah, na jehož základě přispěvatel poskytuje prostředky, má zpravidla povahu darovací smlouvy.

Další typy crowdfundingu představují modely, kde mají přispěvatelé nárok na získání určitého ekonomického protiplnění (věci či služby, podíly na zisku, úroky atp.). Model crowdfundingu založený na poskytnutí protiplnění (*reward based crowdfunding*, *crowdfunding s protiplněním*) je dnes nejčastějším modelem.

Crowdfunding s věcným protiplněním je často používán pro financování uměleckých projektů (natočení filmu či hudebního CD, vydání knihy či komiksu),⁷ na podporu určitých komunit nebo organizací, ale též k financování různých technických a technologických inovací.⁸ Přispěvatelům je následně po zrealizování financovaného projektu poskytnut zdarma či se slouvou DVD, CD, vstupenky na představení nebo možnost využít určité služby. V tomto ohledu má crowdfunding velký přínos pro inovace a realizaci zcela nových myšlenek, neboť často umožní podporu projektů, které by jen obtížně získávaly financování z tradičních zdrojů. Právní vztah, na jehož základě přispěvatel poskytuje prostředky, má zpravidla povahu darovací smlouvy, případně smlouvy kupní nebo smlouvy o poskytnutí určité služby, často se jedná o jejich kombinaci.

Další formou crowdfundingu s finančním protiplněním je model založený na poskytování

¹ Mgr. Ing. et Ing. Zdeněk Husták, PhD., Vysoká škola ekonomická v Praze, of counsel BBH, advokátní kancelář, s.r.o.

² Vzniká otázka jaký termín použít pro dostatečně výstižný překlad pojmu „crowdfunding“. Česká verze dokumentů vydaných Evropskou komisí používá pojem „skupinové financování“. Nicméně pro názornost se tento příspěvek drží anglického pojmu „crowdfunding“.

³ Přehled nejúspěšnějších crowdfundingových platform zveřejnil nedávno časopis Forbes v článku komentátora Chance Barnetta <http://www.forbes.com/sites/chancebarnett/2013/05/08/top-10-crowdfunding-sites-for-fundraising/2/>

⁴ KIRBY, E., WORNER, S. *Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast*, Staff Working Paper of the IOSCO Research Department. On-line. Citováno 14.4.2015.

⁵ Sdělení Komise Evropskému Parlamentu, Radě, Evropskému hospodářskému a sociálnímu výboru a výboru regionů: Uvolnění potenciálu skupinového financování v Evropské unii (2.4.2014). On-line. Citováno 14.4.2015.

⁶ Sdělení Komise Evropskému Parlamentu, Radě, Evropskému hospodářskému a sociálnímu výboru a výboru regionů: Uvolnění potenciálu skupinového financování v Evropské unii (2.4.2014). On-line. Citováno 14.4.2015.

⁷ Lze zmínit např. *Magický hlas rebelky*, biografický film o Martě Kubišové natočený dokumentaristkou Olgou Sommerovou. K získání prostředků byl využit crowdfundingový server Hithit.cz, jehož prostřednictvím do současnosti získalo financování několik desítek filmových, hudebních či divadelních projektů.

- 8 Velmi medializovaný byl projekt designéra Scotta Wilsona, který na realizaci svého nápadu vytvořit z přehrávače iPod Nano hodinky využil crowdfunding. K realizaci projektu sice potřeboval 15 tisíc dolarů, ale díky více než 13 tisícům investorům se mu podařilo získat téměř milion dolarů. Bliže např. <http://www.fastcodesign.com/1662743/scott-wilson-ipo-d-nano-watch-breaks-kickstarter-records-raises-nearly-1-million>.
- 9 KIRBY, E., WORNER, S. *Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast*, Staff Working Paper of the IOSCO Research Department. Online. Citováno 14.4.2015.
- 10 Byť v případě vkladů krytých z fondu pojištění vkladů, se jedná o riziko velmi malé nebo prakticky žádné. Rovněž obezřetnostní regulace bank a transparentnost emitentů a regulovaných trhů posiluje postavení investora a relativně může snížit podstupovaná rizika.

úvěrů (*debt/lending based crowdfunding, úvěrový crowdfunding*), kde každý přispěvatel sám rozhoduje, jakou částku půjčí příslušnému dlužníkovi nebo na určitý projekt (*peer-to-peer lending, „P2P“*), případně poskytování úvěrů firmami jiným firmám (*„business-to-business lending, „B2B“*). Tento model mohou využít jak jednotlivci k získání spotřebitelského úvěru či úvěru na bydlení, tak firmy, které by rády získaly úvěrové financování od veřejnosti. Jednotlivý přispěvatel poskytne obvykle malý zlomek celkové sumy a může se pohybovat v řádech stovek či tisíců korun.⁹ Získání těchto prostředků prostřednictvím online platformy umožňuje snadnou agregaci příspěvků a v okamžiku kdy ve svém souhrnu dosáhnou hodnoty požadované dlužníkem, je proces upisování obvykle ukončen, přispěvatelé poskytou peníze dle výše svých příslibů, a celková částka je převedena na jeho účet. Smluvně zastřešuje poskytnutí úvěru obvykle provozovatel crowdfundingové platformy, který také zajišťuje správu úvěru a inkasuje splátky úvěru a úroků. V tomto ohledu lze úvěrový crowdfunding považovat za inovativní alternativu k tradičnímu bankovnímu financování. Právní vztah, na jehož základě přispěvatel poskytuje prostředky, má zpravidla povahu úvěrové smlouvy či zápůjčky, jehož příjemcem je obvykle přímo žadatel, který uzavře smlouvu o úvěru či zápůjčce s větším počtem přispěvatelů, v zájmu usnadnění procesu kontraktace provozovatel platformy často vystupuje jako zprostředkovatel či příkazník pro přispěvatele nebo žadatele. Alternativně může být příjemcem prostředků od přispěvatelů samotný provozovatel platformy, který následně poskytne žadateli jako jediný úvěr či zápůjčku. Přitom splacení úvěrů přispěvatelům ze strany provozovatele platformy je podmíněno splacením úvěru žadatelem. Samozřejmě, v praxi existuje velmi široká škála variací konkrétního uspořádání vztahů mezi přispěvateli, provozovatelem platformy a žadatelem, někdy je také zapojena banka, která projekty částečně spolufinancuje, případně může platformu využívat k refinancování již poskytnutých úvěrů či k částečnému přenosu úvěrového rizika na přispěvatele.

Při úvěrovém crowdfundingu může provozovatel platformy přispěvatelům poskytovat podporu v podobě standardizovaných informací o projektech, případně též nějakou formu scoringu či ratingu hodnotící pravděpodobnost realizace výnosu z investice. Zpravidla zajišťuje též správu úvěrových smluv a inkaso splátek od žadatelů. V případě problémů na straně žadatele obvykle zajišťuje provozovatel platformy vymáhání splnění dluhu, zastupuje přispěvatele v insolvenčním řízení atp. Platforma také může umožňovat postupování úvěrových pohledávek přispěvatelů vzniklých při financování projektů a *de facto* tak může vznikat „burza pohledávek“.

Čtvrtý typ crowdfundingu, opět s finančním protiplněním, představuje platformy zprostředkující investice do účastí na obchodních korporacích, případně na konkrétním majetku (*equity*

based crowdfunding, investiční crowdfunding), kdy se přispěvatel stane vlastníkem určitého akiva či podílu na obchodní společnosti. Nejčastěji využívají tohoto typu crowdfundingu start-up společnosti a podnikatelé v oblasti internetu a technologií v anglosaském světě, ale i v řadě západoevropských zemí. V případě investic do účastí v korporacích tento systém funguje obdobně jako obchodování na akciových trzích. Mezi přispěvateli a provozovatelem platformy je obvykle sjednána zprostředkovatelská smlouva, na jejímž základě jsou přispěvatelům nabízeny investice do jednotlivých společností. Se společností poptávající kapitál provozovatel platformy může uzavřít např. smlouvu o zprostředkování úpisu akcií.

Obdobně jako u úvěrového crowdfundingu, i zde provozovatel platformy může poskytovat přispěvatelům informační servis či scoring investičních příležitostí, případně zprostředkovat výkon hlasovacích práv a inkaso dividend. Pokud následně provozovatel platformy umožňuje přispěvatelům obchodování s účastmi na společnostech, může se jednat o provozování mnohostranného obchodního systému.

K RIZIKŮM CROWDFUNDINGU

Internet a nové komunikační technologie umožňují zájemcům o financování velmi snadno a s minimálními náklady přímo oslovit neomezený počet potenciálních přispěvatelů nejen v jedné zemi, ale globálně. Tento moderní způsob získávání prostředků od veřejnosti přináší též určitá rizika, zejména v případě crowdfundingu s finančním protiplněním, který je často vnímán přispěvateli jako určitá alternativa k běžnému investování na kapitálovém trhu nebo půjčování peněz bance,¹⁰ která jim může nabídnout vyšší výnos. Rostoucí objem investic realizovaných prostřednictvím crowdfundingových platform může v budoucnosti představovat také systémové riziko. To jsou důvody, které vedou finanční regulátory k bedlivému monitoringu crowdfundingových platform a diskusím o potřebě jejich specifické regulace.

Základním rizikem je neschopnost dlužníka splatit dluh nebo bankrot společnosti, do jejichž akcií přispěvatelé investovali. To může vést k úplné ztrátě investic velkého počtu přispěvatelů, často běžných fyzických osob - spotřebitelů, kteří nebývají zkušenými investory a mají jen velmi malé nebo žádné znalosti konkrétního hospodářského sektoru, v němž se má předmětný projekt realizovat. Je zde též riziko informační asymetrie, kdy jednotliví přispěvatelé nemusí mít přístup ke všem podstatným informacím o projektu nebo žadateli, případně nemají zkušenosti potřebné pro jejich správné vyhodnocení. Využití crowdfundingové platformy pro investice může přinášet i určitá právní rizika kupř. platnosti či vymahatelnosti smluv, když se přispěvatel, často běžný spotřebitel bez zkušeností s investováním nebo půjčováním peněz, stává smluvní stranou jediným kliknutím na webové stránce crowdfundingové platformy. Je zde též riziko likvidity, kdy přispěvatele faktic-



ky nemusí mít možnost či příležitost prodat svoji investici, z důvodů smluvních omezení nebo neexistence sekundárního trhu. Tato rizika mohou mít výrazně komplexnější rozměr v případě, že je k investování využita zahraniční crowdfundingová platforma.

Riziku je vystavena i samotná platforma, která se může stát terčem podvodu nebo kybernetického útoku.¹¹ Příspěvatelé rovněž nesou riziko defraudace prostředků svěřených provozovateli platformy či v případě, kdy prostředky příspěvatele nejsou fakticky ani právně odděleny od majetku provozovatele, nesou příspěvatelé též riziko insolvence samotné platformy. Ukončení činnosti provozovatele platformy, z jakýchkoliv důvodů, také vystavuje příspěvatele značným komplikacím při vymáhání pohledávek, či jednání s dlužníky anebo společnostmi do nichž investovali, neboť vždy bude existovat větší počet věřitelů, resp. akcionářů, jejichž vzájemná koordinace může být poměrně obtížná. Že to není obava pouze teoretická, ukazuje případ úpadku crowdfundingové platformy Quackle Velké Británie, kde příspěvatelé přišli o celou svou investici.¹²

REGULATORNÍ REAKCE

Regulátoři finančního trhu se snaží reagovat na rostoucí význam crowdfundingu a rizika s tím se pojící, zejména ve vztahu k investorské veřejnosti. Česká republika zatím nemá výslovnou regulaci crowdfundingu. Právní předpisy však nastavují určitá pravidla a omezení pro shromažďování prostředků od veřejnosti a jejich využití, pravidla na ochranu spotřebitelů a na prevenci praní špinavých peněz. Kupříkladu zákon o platebním styku¹³ stanoví pravidla pro poskytování platebních služeb včetně provádění převodů peněžních prostředků, zákon o podnikání na kapitálovém trhu¹⁴ reguluje zprostředkování investic do akcií a dluhopisů a veřejnou nabídku cenných papírů či zákon o spotřebitelském úvěru upravuje podmínky pro sjednávání spotřebitelských úvěrů. Dále, zákon o bankách¹⁵ stanoví zákaz přijímání vkladů od veřejnosti bez bankovní licence, přitom se za přijímání vkladů považuje též soustavné vydávání dluhopisů a jiných srovnatelných cenných papírů, pokud je mj. předmětem podnikatelské činnosti emitenta poskytování úvěrů.¹⁶ Vedle toho se samozřejmě uplatní obecná pravidla stanovená na ochranu spotřebitele včetně podmínek sjednávání smluv prostřednictvím internetu upravené občanským zákoníkem¹⁷ a zákonem o ochraně spotřebitele.¹⁸ Aktuálně Ministerstvo financí připravuje nový zákon o úvěrech pro spotřebitele,¹⁹ který zpřísní podmínky pro poskytování a zprostřed-

kování úvěrů spotřebitelům, včetně úvěrů na bydlení, a patrně též zahrne nějakou formu regulace crowdfundingové platformy pro financování spotřebitelských úvěrů.

Ve Velké Británii v loňském roce začala platit nová právní úprava crowdfundingu a to jak úvěrového tak investičního, která dopadá na platformy získávajících prostředky od veřejnosti a stanovila jasná pravidla pro jejich činnost.²⁰ Pro svou činnost potřebují získat licenci britského regulátora finančních služeb (Financial Conduct Authority), příspěvatelům sdělují předepsané penzum informací a upozornění na rizika. Investiční crowdfunding navazuje na režim tržních platform a poskytování investičních služeb podle předpisů o kapitálovém trhu, úvěrové platformy potom zejména navazují na předpisy o spotřebitelských úvěrech.

Evropská unie již delší dobu zvažuje vytvoření harmonizované právní úpravy crowdfundingu. V rámci přípravných prací vypracoval Evropský orgán pro bankovníctví (EBA) stanovisko a doporučení pro oblast úvěrového crowdfundingu²¹ a Evropský orgán pro kapitálové trhy a cenné papíry (ESMA) stanovisko a doporučení pro oblast investičního crowdfundingu.²² Jak EBA tak ESMA zmiňují velmi různorodé právní režimy pro crowdfunding v členských státech a identifikují celou řadu regulatorních rizik. Oba evropské orgány navrhují řadu opatření k omezení těchto rizik, včetně možnosti zavedení specifické registrace a regulace provozovatelů crowdfundingových platform. Dá se očekávat, že budoucí unijní právní úprava, kterou představi Evropská komise během tohoto roku, bude mít podobné kontury jako režim ve Velké Británii.

ZÁVĚREM

Celkové přínosy crowdfundingu jsou zjevné, zejména v potenciálu pro získání dalších finančních zdrojů pro malé a střední podniky a domácnosti a také vytvoření řady nových investičních příležitostí pro veřejnost. Jistě, jako každá novinka může crowdfunding vykazovat určitá specifika či rizika, která se budou regulátoři snažit podchytit. Je však podstatné, aby nová regulace adresně chránila veřejnost, zároveň však nemá bránit rozvoji tohoto nového typu podnikání. Věřme, že se zdaří najít rovnováhu mezi těmito požadavky a připravovaná regulace zlepší předpoklady pro důvěryhodnost a stabilní fungování crowdfundingových platform. Byla by to jistě vítaná zpráva nejen pro začínající podnikatele v oblasti internetu a inovací, kteří často jen obtížně získávají přístup k financování.

- 11 European Banking Authority Response to the European Commission's Consultation Paper on Crowdfunding, (20.12.2013). On-line. Citováno 14.4.2015.
- 12 KIRBY, E., WORNER, S. *Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast*, Staff Working Paper of the IOSCO Research Department. On-line. Citováno 14.4.2015.
- 13 Zákon č. 284/2009 Sb., o platebním styku ve znění pozdějších předpisů.
- 14 Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu ve znění pozdějších předpisů.
- 15 Zákon č. 21/1992 Sb., o bankách ve znění pozdějších předpisů.
- 16 Stanovisko ČNB k přípustnosti vydávání dluhopisů emitentem, jehož podnikatelskou činností je poskytování úvěrů (11.9.2013). On-line. Citováno 14.4.2015.
- 17 Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník.
- 18 Zákon č. 634/1992 Sb., o ochraně spotřebitele ve znění pozdějších předpisů.
- 19 Informace Ministerstva financí České republiky k nové právní úpravě distribuce úvěrů pro spotřebitele. On-line. Citováno 24.4.2015.
- 20 FCA Policy Statement: The FCA's regulatory approach to crowdfunding over the internet, and the promotion of non-readily realisable securities by other media (1.3.2014). On-line. Citováno 24.4.2015.
- 21 Opinion of the European Banking Authority on Lending-based Crowdfunding (24.2.2015). On-line. Citováno 24.4.2015.
- 22 Opinion of the European Securities Markets Authority on Investment Crowdfunding (18.12.2014). On-line. Citováno 24.4.2015.