

UNIVERZITA KARLOVA

Právnická fakulta

Jan Vacula

**Alternativní financování malých a středních
podniků**

Diplomová práce

Vedoucí diplomové práce: JUDr. Petr Kotáb, Ph.D.

Katedra finančního práva a finanční vědy

Datum vypracování práce (uzavření rukopisu): 25.6.2017

Prohlašuji, že předloženou diplomovou práci jsem vypracoval/a samostatně a že všechny použité zdroje byly řádně uvedeny. Dále prohlašuji, že tato práce nebyla využita k získání jiného nebo stejného titulu.

Jan Vacula

V Praze dne 25. 6. 2017

Děkuji JUDr. Petru Kotábovi, Ph.D., za cenné připomínky a pomoc při vedení této diplomové práce. Zároveň bych rád poděkoval své rodině za podporu a pomoc nejen při psaní této práce, ale v průběhu celého studia.

Obsah

Úvod	1
1 SME sekuritizace	4
1.1 Úvod do sekuritizace.....	4
1.1.1 Definice a smysl sekuritizace, druhy sekuritizovaných aktiv, SME sekuritizace	4
1.1.1.1 Ekonomická definice	4
1.1.1.2 Právní definice.....	5
1.1.1.3 Výhody a nevýhody sekuritizace.....	7
1.1.1.4 Sekuritizovatelná aktiva a produkty sekuritizace	8
1.1.1.5 SME sekuritizace.....	8
1.1.2 Mechanismus sekuritizační transakce	9
1.1.2.1 Mechanismus tradiční sekuritizace.....	9
1.1.2.2 Mechanismus syntetické sekuritizace.....	10
1.1.3 Trh se sekuritizačními nástroji v Evropě a v ČR.....	11
1.2 Současná Právní úprava sekuritizace	12
1.2.1 Aplikovatelné právní předpisy	12
1.2.2 Právní úprava vybraných kroků tradiční sekuritizační transakce.....	14
1.2.2.1 Vytvoření jednotky pro speciální účel (SPV).....	14
1.2.2.2 Převod podkladových aktiv původcem na SPV.....	16
1.2.2.3 Emise cenných papírů zajištěných podkladovými aktivy, veřejná nabídka cenných papírů a jejich přijetí na regulovaný trh.....	18
1.3 Nařízení o sekuritizaci - nový společný právní rámec a pravidla jtS sekuritizace	19
1.3.1 Důvody a cíle nového návrhu.....	19
1.3.2 Navrhované změny.....	22
1.3.2.1 Společná pravidla pro všechny druhy sekuritizací	22
1.3.2.2 JTS sekuritizace.....	24
1.3.2.3 Dohled a sankce.....	26
1.4 Hodnocení nové právní úpravy sekuritizace	26
1.4.1 JTS – skutečně jednoduché?.....	26
1.4.2 Syntetické sekuritizace.....	27
1.4.3 (Nedostatečný) dohled?.....	28
1.4.4 JTS sekuritizace a financování SME.....	29
2 Finanční CROWDFUNDING.....	32
2.1 Úvod do crowdfundingu.....	32
2.1.1 Definice pojmu crowdfunding.....	33
2.1.2 Kategorie a obchodní modely crowdfundingu	34

2.1.2.1	Nefinanční crowdfunding.....	34
2.1.2.2	Finanční crowdfunding.....	36
2.1.3	Aktéři a jejich role.....	38
2.1.3.1	Role crowdfundingové platformy.....	39
2.1.4	Výhody a rizika související s crowdfundingem	39
2.2	Právní regulace finančního crowdfundingu	40
2.2.1	Právní úprava crowdfundingu a přístupy k jeho regulaci.....	40
2.2.2	Právní regulace úvěrového crowdfundingu.....	43
2.2.2.1	Právní regulace na úrovni EU.....	43
2.2.2.2	Právní regulace v ČR.....	49
2.2.3	Praktické aspekty fungování crowdfundingové platformy PujcMeFirme.cz	52
2.2.3.1	Role platformy.....	52
2.2.3.2	Proces investování z pohledu investora.....	53
2.2.3.3	Proces získání financování ze strany žadatele o úvěr	54
2.2.3.4	Hodnocení platformy.....	54
2.2.4	Právní regulace investičního crowdfundingu	55
2.2.4.1	Právní regulace na úrovni EU.....	55
2.2.4.2	Právní regulace v ČR.....	67
2.2.5	Praktické aspekty fungování crowdfundingové platformy Fundlift.....	69
2.2.5.1	Proces investování z pohledu investora.....	70
2.2.5.2	Proces získání financování ze strany emitenta	71
2.2.5.3	Hodnocení platformy.....	72
	Závěr	74
	Seznam použitých zkratk	76
	Seznam použitých zdrojů	79
	Shrnutí	89
	Abstract.....	90
	Klíčová slova.....	91
	Key words	91

ÚVOD

Malé a střední podniky (SME)¹ tvoří páteř evropské ekonomiky a zásadním způsobem ovlivňují ekonomický růst a tvorbu pracovních míst. Současně jsou ale SME v porovnání s velkými podniky v nevýhodě co do přístupu k externímu financování, neboť, jak vyplývá z průzkumu ECB,² ze 70-80 % závisí na tradičním bankovním financování. Ačkoli průzkum naznačuje, že oproti pokrizovým rokům se mezi lety 2015 a 2016 ochota bank financovat SME zlepšila, některé SME poptávající dlouhodobé financování pro růst tak stále činí se značnými obtížemi.

Vysoká závislost na bankovním financování zároveň představuje riziko, že případná krize bankovního sektoru může přerůst v rozsáhlou finanční krizi, která negativně zasáhne celou evropskou ekonomiku. Diverzifikace možností financování SME se proto stala jednou z priorit akčního plánu Evropské komise s názvem *Unie kapitálových trhů*, který má přispět k mobilizaci soukromého kapitálu v rámci EU a jeho lepší distribuci od investorů ke společnostem poptávajícím finanční zdroje. Cílem je podpořit fungování reálné ekonomiky prostřednictvím tvorby integrovaného kapitálového trhu v EU.³

Jedním ze stavebních kamenů Unie kapitálových trhů je snaha o oživení evropského trhu se sekuritizacemi. Sekuritizace úvěrů může představovat důležitý zdroj financování pro SME, a současně, podle názoru Evropské komise, může zlepšit efektivitu a stabilitu finančního systému, zprostředkovat nové investiční příležitosti, a přispět k větší dostupnosti úvěrů pro podniky a jednotlivce.⁴ Za tímto účelem Evropská komise

¹ Malé a střední podniky jsou ve směrnici o prospektu definovány jako „společnosti, které podle své poslední roční nebo konsolidované účetní závěrky splňují nejméně dvě z následujících tří kritérií: průměrný počet zaměstnanců v posledním finančním roce nižší než 250, celková bilanční suma nepřesahující 43 000 000 EUR a roční čistý obrat nepřesahující 50 000 000 EUR.“ viz. čl. 2 odst. 1 písm. f) 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, ve znění směrnice Evropského parlamentu a Rady 2010/73/EU ze dne 24. listopadu 2010, kterou se mění směrnice 2003/71/ES o prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování, a směrnice 2004/109/ES o harmonizaci požadavků na průhlednost týkajících se informací o emitentech, jejichž cenné papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu

² viz ECB. *Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area, October 2015 to March 2016*. Červen 2016, dostupné na <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/accesstofinancesmallmediumsizedenterprises201606.en.pdf?c96d449e601cbe6c87d2e67d54e68c70>

³ viz 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. 30.9.2015, dostupné na <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0468&from=EN>

⁴ *Ibid.*

představila v roce 2015 návrh nařízení o sekuritizaci, který má pomoci znovunastartovat trh se sekuritizačními nástroji.

Přístup k financování pro mladé a inovativní společnosti je nicméně zpravidla obtížný i v zemích, ve kterých banky nebyly krizí tolik zasaženy. V podpoře financování těchto společností Evropská komise vkládá velké naděje do crowdfundingu, od kterého si slibuje, že díky zprostředkování online tržiště propojujícího investory se společnostmi a jednotlivci poptávajícími financování, přiláká větší množství retailových investorů na kapitálových trzích, a umožní tak lepší financování inovativních společností.

Nabízí se tedy logická otázka: může současná a případně plánovaná právní úprava sekuritizace a crowdfundingu zajistit lepší přístup malých a středních podniků k financování? Cílem této diplomové práce je tedy zodpovězení této otázky prostřednictvím analýzy právního rámce sekuritizace a crowdfundingu, a zhodnocení jeho dopadu na financování SME.

První kapitola se věnuje sekuritizaci, přičemž se zaměřuje především na možnost sekuritizace úvěrů poskytnutým SME. Prostor je věnován zhodnocení výhod a nevýhod sekuritizace, jakožto i sekuritizovaným aktivům a produktům sekuritizace. V další části je popsán mechanismus sekuritizace tradiční i syntetické. Hlavní část této kapitoly se zaměřuje na právní úpravu sekuritizace a jednotlivých kroků sekuritizační transakce, a související analýzu vybraných problematických aspektů z pohledu české právní úpravy. Těžištěm této části je pak představení návrhu nařízení o sekuritizaci, kterým se zavádí kritéria pro kvalifikované sekuritizace. Na závěr kapitoly autor nabízí zhodnocení předkládaného návrhu a jeho předpokládaného dopadu na financování SME.

Druhá kapitola je věnována crowdfundingu. Po obecném úvodu a představení základních obchodních modelů crowdfundingu se zbytek kapitoly zaměřuje na finanční crowdfunding, tedy crowdfunding úvěrový (především pak *peer-to-business lending*) a crowdfunding investiční. Těžištěm této kapitoly je pak analýza vybraných právních otázek souvisejících s provozováním finančního crowdfundingu, a konkrétně pak identifikace regulatorního rámce, v rámci něhož lze crowdfunding provozovat. S ohledem na evropský rozměr Unie kapitálových trhů, a s přihlédnutím k tomu, že regulace na úrovni EU značnou měrou ovlivňuje regulatorní požadavky

v jednotlivých členských státech, je největší prostor věnován evropské regulaci, ke které autor předkládá i úvahy *de lege ferenda*. Tato kapitola obsahuje rovněž i praktickou analýzu fungování dvou crowdfundingových platforem fungujících na českém trhu.

V závěru diplomová práce shrnuje poznatky z předchozích dvou kapitol a prizmatem výzkumné otázky předkládá zhodnocení stávajícího stavu a nabízí případná řešení.

Diplomová práce klade důraz na analýzu zkoumané materie a současně se v některých částech zabývá ekonomickými důsledky právní regulace. K deskripci se práce uchyluje v rozsahu nezbytném pro představení základních souvislostí tématu. Při zpracování se autor zaměří na studium dokumentů a interpretaci právních předpisů, a to prostřednictvím jazykového, logického, teleologického a historického výkladu.

Diplomová práce vychází z právního stavu k 25. červnu 2015.

1 SME SEKURITIZACE

1.1 ÚVOD DO SEKURITIZACE

Co mají společného David Bowie a James Brown? Zcela samozřejmá odpověď je, že jsou to hudební umělci. Ve finančním světě jsou ale krom toho známí navíc i tím, že oba použili techniku zvanou *sekuritizace* jako nástroj k okamžitému získání finančních prostředků z výnosů svých budoucích příjmů z autorských práv. David Bowie byl v tomto směru průkopníkem, když v roce 1997 sekuritizací svých budoucích příjmů z autorských poplatků za svých prvních 27 hudebních alb získal od investorů 55 milionů dolarů.⁵ Byť Bowieho transakce, dodnes označovaná jako *Bowie bonds*, přilákala spoustu mediální pozornosti, použití sekuritizace v tomto segmentu trhu je spíš ojedinělé. Na druhou stranu, sekuritizace jakožto poměrně inovativní nástroj už dlouhou dobu hraje důležitou roli při financování obchodních společností po celém světě, ale i jako nástroj přenosu rizika z úvěrových institucí na investory.

1.1.1 Definice a smysl sekuritizace, druhy sekuritizovaných aktiv, SME sekuritizace

1.1.1.1 Ekonomická definice

Jak výše uvedený příklad napovídá, sekuritizace aktiv (*asset securitisation*)⁶ je proces, jehož cílem je přeměna finančního aktiva na obchodovatelné cenné papíry zajištěné aktivy (*asset backed security, ABS*). Zpravidla se bude jednat o relativně homogenní soubor nelikvidních aktiv, produkujících známý či předvídatelný peněžní tok (*cash flow*). Tento soubor podkladových aktiv je shromážděn a následně převeden na entitu založenou za tímto účelem, která posléze emituje dluhový cenný papír, jehož výnos je zajištěn hodnotou těchto podkladových aktiv a je odvislý od jejich budoucích očekávaných peněžních toků.⁷

Podstatou sekuritizace tedy je, že určitá osoba (*původce*) shromáždí soubor svých nároků na identifikovatelné budoucí peněžní toky, které za účelem převodu úvěrového rizika a získání financování převede na investory. Byť se jedná o nástroj financování,

⁵ FABOZZI, Frank J., KOTHARI, Vinod. *Introduction to securitisation*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2008, str. 3

⁶ Termín sekuritizace aktiv je zde používán jako nástroj strukturovaného financování, byť sekuritizace ve svém širším významu může zahrnovat jakýkoli proces přeměny závazkového vztahu v cenný papír.

⁷ k pojmu sekuritizace viz např. JÍLEK, Jiří. *Finanční a komoditní deriváty v praxi*. 2. vydání. Praha: Grada Publishing, a.s. 2010. str. 557; FABOZZI, Frank J., KOTHARI, Vinod. *op.cit.*, str. 4

je zároveň třeba dodat, že se nejedná o financování v tradičním slova smyslu, neboť původce si nepůjčuje⁸ finanční prostředky od věřitelů, ale prodává investorům své očekávané budoucí finanční toky.⁹

1.1.1.2 Právní definice

České právo obsahuje definici sekuritizace ve vyhlášce ČNB,¹⁰ a to odkazem na přímo závazný předpis evropského práva - nařízení o kapitálových požadavcích (CRR), které sekuritizaci definuje jako:

„transakci nebo systém transakcí, jímž je úvěrové riziko související s jednou expozicí či seskupením expozic rozloženo do jednotlivých tranší, přičemž: a) finanční toky v rámci této transakce nebo systému transakcí závisejí na kvalitě expozice či seskupení expozic; a b) podřízenost tranší určuje rozložení ztrát v průběhu transakce nebo systému transakcí.“¹¹

Tuto definici je třeba chápat v kontextu cíle právního předpisu, v němž je obsažena – totiž regulace přístupu k činnosti a kapitálových požadavků evropských úvěrových institucí – a proto není překvapivé, že více akcentuje prvek rozložení úvěrového rizika. Na druhou stranu tímto způsobem redukuje poměrně komplexní transakci jen na její dílčí aspekt – rozložení úvěrového rizika do tranší¹² – který ale nemusí být pro každou sekuritizaci nezbytně konstitutivní.

O něco širší definici pak používá Evropská centrální banka (ECB), která definuje sekuritizaci jako:

„transakci nebo systém, jímž dochází k převodu jednoho aktiva či souboru aktiv na subjekt, který je oddělen od původce a který je vytvořen či slouží pro účely sekuritizace, nebo jímž je úvěrové riziko související s jedním aktivem či souborem aktiv či jeho částí přeneseno na investory do cenných papírů, ... jiných dluhových nástrojů nebo finančních derivátů vydaných subjektem, který je oddělen od původce a který je vytvořený či slouží pro účely sekuritizace,“¹³

⁸ Ať již formou zápůjčky či úvěru.

⁹ URBANCOVÁ, Barbora. *Právní a ekonomické aspekty sekuritizace*. Disertační práce. Karlova univerzita, Právnická fakulta. 2012, str. 16

¹⁰ § 7 odst. 3 písm. k) vyhlášky (ČNB) č. 163/2014 Sb., o výkonu činnosti bank, spořitelních a úvěrních družstev a obchodníků s cennými papíry

¹¹ Čl. 4 odst. 1 bod 61 Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 575/2013 ze dne 26. června 2013 o obezřetnostních požadavcích na úvěrové instituce a investiční podniky a o změně nařízení (EU) č. 648/2012

¹² K definici tranše viz dále.

¹³ Nařízení Evropské centrální banky (ES) č. 24/2009 ze dne 19. prosince 2008, o statistice aktiv a pasiv účelových finančních společností zapojených do sekuritizačních transakcí (ECB/2008/30)

přičemž v případě přenesení úvěrového rizika je připuštěna jak *true sale sekuritizace*, tak *syntetická sekuritizace*.¹⁴

Z obou výše uvedených definic je nicméně patrné, že evropské právo vymezuje okruh sekuritizačních transakcí primárně s ohledem na jejich ekonomickou podstatu. Jako univerzálně aplikovatelnější nicméně vnímám definici používanou ECB, neboť lépe vystihuje skutečnou ekonomickou podstatu sekuritizační transakce.

Právní úprava krom sekuritizace samotné zároveň definuje i související klíčové pojmy, a to následujícím způsobem:

Původce (*originator*) je definován jako:

*„subjekt, který: a) byl ať již samostatně nebo prostřednictvím spřízněných subjektů přímo či nepřímo subjektem smlouvy zakládající závazky nebo potenciální závazky dlužníka či potenciálního dlužníka, čímž došlo k sekuritizaci expozice; b) na vlastní účet nakupuje expozice od třetí strany a pak je sekuritizuje.“*¹⁵

Sponzor (*sponsor*) je pak:

*„instituce (tj. úvěrová instituce nebo investiční podnik, pozn. aut.), která není původcem a která vytváří a spravuje program obchodních cenných papírů zajištěných aktivy nebo jiný sekuritizační systém, v jehož rámci nakupuje expozice od třetích stran.“*¹⁶

Tranše (*tranche*) je definována jako:

*„smluvně vytvořený segment úvěrového rizika souvisejícího s expozicí nebo více expozicemi, přičemž pozice v tomto segmentu představuje větší nebo menší úvěrové riziko než stejně velká pozice v jakémkoli jiném segmentu, aniž by se přihlíželo k zajištění úvěrového rizika, které držitelům pozic v daném segmentu nebo v jiných segmentech přímo poskytly třetí osoby.“*¹⁷

Úvěrové posílení (*credit enhancement*) je:

*„smluvní ujednání, na jehož základě dojde ke zvýšení úvěrové kvality pozice v sekuritizaci oproti kvalitě, kterou by pozice měla bez takového posílení, včetně posílení provedeného zařazením tranší, které jsou v sekuritizaci podřízenější, nebo jinými typy zajištění úvěrového rizika.“*¹⁸

¹⁴ K oběma pojmům viz dále.

¹⁵ Čl. 4 odst. 1 bod 13 Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 575/2013 ze dne 26. června 2013 o oběztnostních požadavcích na úvěrové instituce a investiční podniky a o změně nařízení (EU) č. 648/2012

¹⁶ Čl. 4 odst. 1 bod 14 Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 575/2013 ze dne 26. června 2013 o oběztnostních požadavcích na úvěrové instituce a investiční podniky a o změně nařízení (EU) č. 648/2012

¹⁷ Čl. 4 odst. 1 bod 67 Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 575/2013 ze dne 26. června 2013 o oběztnostních požadavcích na úvěrové instituce a investiční podniky a o změně nařízení (EU) č. 648/2012

¹⁸ Čl. 4 odst. 1 bod 65 Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 575/2013 ze dne 26. června 2013 o oběztnostních požadavcích na úvěrové instituce a investiční podniky a o změně nařízení (EU) č. 648/2012

Sekuritizovaná pozice (*securitised position*) je definována jako „*expoze v sekuritizaci*“,“¹⁹ přičemž ale vyhláška ČNB pro totéž používá termín „*sekuritizovaná expoze*“.²⁰ Z důvodu větší jasnosti a konsistentnosti s evropským právem považují za vhodnější používat pojem „*sekuritizovaná pozice*“.

1.1.1.3 Výhody a nevýhody sekuritizace

Hlavní výhody sekuritizace pro jejího původce jsou:^{21 22}

(i) diverzifikace dlouhodobého zdroje financování

(ii) za jistých okolností sekuritizace představuje levnější formu financování

V případě sekuritizace je rating emitovaných cenných papírů odvislý od kvality podkladových aktiv, nikoli nezbytně od ratingu emitenta (příp. původce). Pro společnost s nízkým ratingem je to tedy cesta, jak své potřeby financovat s nižšími náklady, než jaké by byly odpovídající při standardním dluhovém financování zohledňujícím rating společnosti.

(iii) přenos rizika (úvěrového, likvidity, předsplacení, atd.)

(iv) snížení požadavků na kapitálovou přiměřenost

Prostřednictvím *true sale sekuritizace*²³ dojde k vynětí aktiv z bilance původce a v případě regulovaných subjektů i k uvolnění kapitálu, který je jinak vázán z regulatorních důvodů.

(v) zvýšení likvidity a zajištění okamžitého cash flow

(vi) okamžitá realizace výnosů u pohledávek s dlouhou splatností

Původce tak může realizovat okamžitý výnos z prodeje souboru podkladových aktiv, na jejichž výnos by v opačném případě musel čekat do jejich splatnosti.

Na druhou stranu hlavní nevýhodou pro původce jsou vysoké počáteční náklady. Uvádí se, že pro dosažení rentability je potřeba sekuritizovat pohledávky v minimální hodnotě

¹⁹ Čl. 4 odst. 1 bod 62 Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 575/2013 ze dne 26. června 2013 o oběžetnostních požadavcích na úvěrové instituce a investiční podniky a o změně nařízení (EU) č. 648/2012

²⁰ § 7 odst. 3 písm. m) vyhlášky (ČNB) č. 163/2014 Sb., o výkonu činnosti bank, spořitelních a úvěrních družstev a obchodníků s cennými papíry

²¹ viz např. FABOZZI, Frank J., KOTHARI, Vinod. *op.cit.*, str. 13; nebo SEDLÁČEK, Tomáš. *Sekuritizace*. Osnova k předmětu Obchodní právo v případových studiích. 2008. Dostupné na <http://www.prf.cuni.cz/dokumenty-download/1404044932/>

²² Se sekuritizací se samozřejmě poji rovněž výhody a nevýhody pro investory; pro jejich hlubší analýzu zde bohužel ale není prostor. Zájemce lze odkázat na SEDLÁČEK, Tomáš. *op.cit.*

²³ K vysvětlení pojmu viz dále.

100 mil. EUR, z čehož plyne, že sekuritizace není vhodná pro malé až středně velké soubory pohledávek.²⁴

1.1.1.4 Sekuritizovatelná aktiva a produkty sekuritizace

Teoreticky lze sekuritizovat téměř každé aktivum, které produkuje dostatečně předvídatelné peněžní toky. Mezi nejčastěji sekuritizovaná aktiva patří hypoteční úvěry, spotřebitelské úvěry, leasingové pohledávky, pohledávky z kreditních karet, pohledávky z autorských práv, ale například i tzv. *non-performing loans*.

Produktem sekuritizace je pak cenný papír zajištěný aktivy (*asset backed security, ABS*). Podle charakteru podkladového aktiva, kterým je ABS zajištěn, rozeznáváme několik druhů ABS. Mezi ty hlavní patří například:²⁵

- (i) **kolaterizované dluhové závazky** (*collateralised debt obligation, CDOs*), což je zastřešující termín pro **kolaterizované úvěrové závazky** (*collateralised loan obligations, CLOs*) a **kolaterizované dluhopisové závazky** (*collateralised bond obligations, CBOs*)
- (ii) **kolaterizované hypoteční závazky** (*collateralised mortgage obligations, CMOs*), které se dále dělí na **kolaterizované hypoteční závazky z komerčních nemovitostí** (*commercial mortgage-backed securities, CMBS*) a **kolaterizované hypoteční závazky z residenčních nemovitostí** (*residential mortgage-backed securities, RMBS*)

1.1.1.5 SME sekuritizace

Pro účely této práce je klíčová otázka financování SME, přičemž tato kapitola pojednává o tzv. *SME sekuritizaci*. Jak již název napovídá, v případě SME sekuritizace bude sekuritizovaným aktivem soubor pohledávek ze středně až dlouhodobých úvěrů poskytnutých SME, přičemž výsledným produktem SME sekuritizace bude kolaterizovaný úvěrový závazek (CLO) zajištěný portfoliem SME úvěrů.

Je třeba dodat, jak už ostatně bylo nastíněno výše, že v případě SME sekuritizace, jakožto i v případě sekuritizace obecně, se nejedná o financování v tradičním – tj. dluhovém - slova smyslu. To platí tím spíše, že výstupem SME sekuritizace není přímý přesun finančních prostředků od investorů k SME, nýbrž k původci těchto úvěrů,

²⁴ viz SEDLÁČEK, Tomáš. *op.cit.*

²⁵ viz např. WOOD, Phillip. *Law and Practice of International Finance*. University Edition. London: Thomson Reuters (Professional) UK Limited. 2008. str. 452

tj. nejčastěji úvěrové instituci. Způsob, jakým tento mechanismus má pomoci financovat SME tkví v tom, alespoň podle rozšířeného názoru,²⁶ později přejatého též Evropskou komisí v rámci iniciativy Unie kapitálových trhů, že SME sekuritizace by měla bankám umožnit přenést úvěrová rizika související se SME úvěry z jejich rozvah na investory. Tento názorový proud předpokládá, že díky tomu budou banky schopny a ochotny uvolnit více kapitálu, který bude následně využit k poskytování nových úvěrů, a to i pro SME. Zapojení kapitálových trhů do financování SME má tedy přes SME sekuritizaci probíhat nepřímou.

1.1.2 Mechanismus sekuritizační transakce

1.1.2.1 Mechanismus tradiční sekuritizace

Tradiční sekuritizace (*true sale securitisation*) spočívá ve (i) shromáždění souboru zpravidla nelikvidních podkladových aktiv jejich původcem; (ii) ekonomickém a právním převodu tohoto souboru podkladových aktiv z původce²⁷ na jednotku pro speciální účel (*special purpose vehicle, SPV*), čímž dojde k vynětí podkladových aktiv z rozvahy původce a současně i k jejich právnímu oddělení od původce; (iii) emisi dluhových cenných papírů ze strany SPV, krytých převedeným souborem podkladových aktiv, kterému případně předchází úvěrové posílení těchto cenných papírů a jejich hodnocení ratingovou agenturou; a (iv) úpisu těchto dluhových cenných papírů investory na kapitálovém trhu, přičemž výnos z jejich úpisu je SPV použit ke splacení převodu podkladových aktiv z původce na SPV.²⁸ Dle okolností může být mezi body (iii) a (iv) vložen ještě mezikrok, spočívající ve veřejné nabídce těchto cenných papírů a jejich případného přijetí na regulovaný trh.

U tradiční sekuritizace se tedy vyskytují následující strany: původní držitel podkladových aktiv (označovaný jako původce (*originator*), ale někdy i jako prodávající (*seller*) či sponzor (*sponsor*)); obsluhovatel (*servicer*), kterým může být rovněž původce; správce (*trustee* v případě použití trustové struktury, jinak též *administrator*); emitent (*issuer*), kterým je SPV; upisovatel (*underwriter*), který cenné

²⁶ viz např. NASSR, Kousar Iota, WEHINGER, Gert. *Unlocking SME finance through market-based debt: securitisation, private placements and bonds*. OECD Journal: Financial Market Trends. Volume 2014/2; příp. WEHINGER, Gert. *Bank deleveraging, the move from bank to market-based financing, and SME financing*. OECD Journal: Financial Markets Trends. Volume 2012/1; nebo KRAEMER-EIS, Helmut, PASSARIS, George, TAPPI, Alessandro, INGLISA, Giovanni. *SME securitisation – at a crossroads?* European Investment Fund Working paper 2015/31, December 2015.

²⁷ Zpravidla jím bývá finanční instituce.

²⁸ viz např. JÍLEK, Jiří. *op.cit.*, str. 566 an.

papíry upisuje a následně distribuuje investorům (*investors*). V mnoha případech jsou součástí transakce i úvěroví posilovatelé (*credit enhancers*), jejichž úkolem je poskytnout ručení ve prospěch investorů.²⁹

Existuje mnoho schémat, kterými lze výše nastíněnou strukturu smluvně ošetřit. Zpravidla je základem kupní smlouva (*sale and purchase agreement*), zakládající právní titul k převodu pohledávek z původce na SPV, dále dohoda o obsluze (*servicing agreement*), která upravuje správu aktiv a jejich případné vymáhání obsluhovatelem, dohoda o alokaci peněžních toků (*cash allocation agreement*), dokumentace úvěrového posílení (*credit enhancement documentation*), a v neposlední řadě též dokumenty související s emisí, nabídkou a úpisem vydaných cenných papírů.³⁰

1.1.2.2 Mechanismus syntetické sekuritizace

Syntetická sekuritizace (*synthetic securitisation*) je druh sekuritizace, při níž dochází k převodu ztrát a úvěrového rizika souboru podkladových aktiv z původce na SPV, ale bez samotného převodu podkladových aktiv. Původce si tato aktiva i nadále ponechává ve své bilanci a k převodu veškerých ztrát a rizika na SPV a posléze na investory používá úvěrové deriváty, nejčastěji ve formě tzv. swapu úvěrového selhání (*credit default swap*).³¹

SPV následně emituje dluhové cenné papíry, často v několika tranších podle úrovně rizika. Za výnos z této emise SPV nakoupí vysoce kvalitní dluhopisy, které poté použije jako kolaterál swapu úvěrového selhání s původcem. K investorům pak ve formě kuponu putuje výnos, který je tvořen premií swapu úvěrového selhání a kuponem dluhopisů držených jako kolaterál.³²

Swap úvěrového selhání v sobě zahrnuje definici úvěrové události,³³ při jejímž vzniku dojde k prodeji kolaterálu tak, aby mohla být provedena vypořádání s původcem v souladu s podmínkami sjednanými ve swapu úvěrového selhání. Výnos ze zbývajících kolaterálu se následně použije ke splacení tranše s nejvyšším ratingem a poté případně dalších tranší podle stupně jejich podřízenosti.³⁴

²⁹ JÍLEK, Jiří. *op.cit.*, str. 569-570

³⁰ SEDLÁČEK, Tomáš. *op.cit.*

³¹ viz např. MEJSTŘÍK, Michal, PEČENÁ, Magda, TEPLÝ, Petr. *Bankovnictví v teorii a praxi – Banking in theory and practice*. Praha: Karolinum. 2014. str. 478

³² JÍLEK, Jiří. *op.cit.*, str. 578 an.

³³ Zpravidla založené na definicích ISDA.

³⁴ JÍLEK, Jiří. *op.cit.*, str. 581-582

1.1.3 Trh se sekuritizačními nástroji v Evropě a v ČR

Celosvětový trh se sekuritizačními nástroji se dramaticky rozvíjel až do vypuknutí finanční krize v roce 2008, přičemž svého vrcholu dosáhnul v roce 2007, kdy jen na americkém trhu existovaly sekuritizační nástroje v hodnotě přibližně 11 trilionů USD, a na evropském trhu dosahovaly hodnoty 2 trilionů EUR.³⁵ Od té doby došlo k významnému poklesu a trh se dodnes nevrátil ke svým předkrizovým hodnotám. Co se týká nových emisí, data Asociace pro Finanční Trhy v Evropě (AFME) ukazují, že jejich objem stále zaostává za průměrem z let 2001-2008. Například v roce 2015 byly v EU emitovány sekuritizační nástroje v hodnotě 213,7 mld. EUR, což je 43% pokles v porovnání s průměrnou hodnotou emisí z období 2001-2008, která dosahovala 374 mld. EUR.³⁶ I přesto dochází v současnosti na evropském trhu se sekuritizačními nástroji k postupnému ožívání.³⁷

V České republice je financování prostřednictvím sekuritizace aktiv poměrně vzácné. Objevují se názory, že z historického hlediska se může jednat o důsledek specifických podmínek transformace českého bankovního trhu v průběhu 90. let, kdy problematiku pohledávek přebíral za banky stát prostřednictvím Konsolidační banky. Někteří tento postup označují za českou formu sekuritizace.³⁸

V roce 2003, jako vůbec první česká společnost, využila financování pomocí sekuritizace pohledávek společnost Home Credit Finance, a.s., která sekuritizovala revolvingové úvěry poskytované držitelům kreditních karet. Emitentem cenných papírů byla v tomto případě holandská entita.³⁹

První sekuritizaci v regionu střední a východní Evropy, při níž došlo k syntetické sekuritizaci bankovních úvěrů poskytnutých SME, dokončily v roce 2006 polská a česká větev skupiny Raiffeisen International Bank-Holding AG ve spolupráci s KfW

³⁵ BANK OF ENGLAND, EUROPEAN CENTRAL BANK. *The case for a better functioning securitisation market in the European Union*. A discussion paper. Květen 2014. str. 10

³⁶ WHITE & CASE. *European securitisation: making a comeback?* 19. května 2016. Dostupné na <https://www.whitecase.com/publications/insight/european-securitisation-making-comeback>

³⁷ AFME. *STS Securitisation: will the new Framework deliver for Europe?* 31. října 2016. Dostupné na <https://www.afme.eu/globalassets/downloads/briefing-calls/afme-members-briefing-call-sts-securitisation-oct-2016.pdf>

³⁸ viz např. TEPLÝ, Petr. *Řízení úvěrového rizika v českých bankách*. Diplomová práce. Karlova univerzita, Fakulta sociálních věd. 2002; nebo URBANCOVÁ, Barbora. *op.cit.*, str. 21

³⁹ HOSPODÁŘSKÉ NOVINY. *Financování z daňového ráje dorazilo do Česka*, 10.10.2003, dostupné na <http://archiv.ihned.cz/c1-13485580-financovani-z-danoveho-raje-dorazilo-do-ceska>

Mittelstandsbank. Celkový objem portfolia dosahoval hodnoty 450 milionů EUR a zahrnoval celkem 1256 úvěrů poskytnutých 943 polským a českým SME.⁴⁰

1.2 SOUČASNÁ PRÁVNÍ ÚPRAVA SEKURITIZACE

1.2.1 Aplikovatelné právní předpisy

České právo neobsahuje bližší zakotvení institutu sekuritizace a tím pádem ani související komplexní úpravu celého procesu sekuritizace, tj. speciální úpravu jednotlivých kroků sekuritizační transakce, která by byla obsažena v rámci jednoho právního předpisu. Právní úpravu jednotlivých kroků sekuritizační transakce tak, jak byly popsány výše, je tedy třeba hledat v právních předpisech upravujících obdobné instituty, a na jednotlivé kroky sekuritizační transakce je, kde to bude možné, aplikovat analogicky.

V daném případě se právní úprava řídí zejména předpisy soukromého práva, především pak občanského zákoníku (ObčZ), a dále předpisy upravujícími podnikání na kapitálovém trhu, zejména pak zákonem o podnikání na kapitálovém trhu (ZPKT)⁴¹ a zákonem o dluhopisech (DluhZ)⁴² a souvisejícími právními předpisy evropského práva.

Pro některé účastníky sekuritizační transakce české právo nicméně obsahuje speciální úpravu určitých veřejnoprávních aspektů procesu sekuritizace, a to zejména v oblasti pravidel pro převod rizik v rámci regulace činnosti úvěrových institucí, a pravidel pro kapitálovou přiměřenost v rámci regulace činnosti úvěrových institucí, obchodníků s cennými papíry a investičních zprostředkovatelů.

V rámci regulace činnosti bank je aplikovatelným předpisem zákon o bankách (BankZ),⁴³ který sekuritizaci zmiňuje okrajově v souvislosti se stanovením rozsahu přezkumu a vyhodnocení při dohledu vykonávaném ČNB⁴⁴ a dále při stanovení správních deliktů, kterých se může banka v rámci své činnosti dopustit.⁴⁵ Podrobnějším předpisem upravujícím veřejnoprávní úpravu sekuritizace, vztahujícím se jak

⁴⁰ RAIFFEISEN BANK. Tisková zpráva ze dne 23.3.2006, dostupné na <https://www.rb.cz/en/attachements/pdf/infoservice/media/press-releases/press-releases-mmvi/raiffeisen-international-group-signs-first-synthetic-securitization-with-kfw-in-cee.doc>

⁴¹ zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů

⁴² zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech, ve znění pozdějších předpisů

⁴³ zákon č. 21/1992, o bankách, ve znění pozdějších předpisů

⁴⁴ § 25c odst. 3 písm. d), odst. 5 písm a) BankZ

⁴⁵ § 36e odst. 2 písm. g) BankZ

na úvěrové instituce, tak na obchodníky s cennými papíry a investiční zprostředkovatele, je pak vyhláška (ČNB) č. 163/2014 Sb., o výkonu činnosti bank, spořitelních a úvěrních družstev a obchodníků s cennými papíry (dále jen „VČB“). Tato vyhláška je adaptací a transpozicí příslušných prepisů EU a nahrazuje dřívější vyhlášku (ČNB) č. 123/2007 Sb., o pravidlech obezřetného podnikání bank, spořitelních a úvěrních družstev a obchodníků s cennými papíry, přičemž ve vztahu k sekuritizaci je relevantní především její úprava pravidel pro krytí a omezení rizik. Nutno dodat, že s ohledem na převažující přeshraniční charakter sekuritizací dochází na úrovni EU k významné harmonizaci a postupnému sjednocování právní úpravy sekuritizace, a to především ve vztahu k jejím veřejnoprávním aspektům.

Na úrovni EU je v současnosti regulace právního rámce pro sekuritizaci upravena celou řadou právních aktů v různých odvětvových oblastech. Mezi ně patří především nařízení o kapitálových požadavcích (CRR)⁴⁶ a související směrnice o kapitálových požadavcích (CRD IV),⁴⁷ nařízení Komise v přenesené pravomoci o požadavcích na likviditu úvěrových institucí,⁴⁸ směrnice Solventnost II⁴⁹ a s ní související nařízení Komise v přenesené pravomoci o obezřetnostních požadavcích pro pojišťovací instituce,⁵⁰ dále směrnice o subjektech kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (SKIPCP),⁵¹ a ve vztahu ke správcům aktiv též směrnice o správcích alternativních investičních fondů (AIFMD).⁵² Pravidla související zejména s poskytováním informací a transparentností lze najít v nařízení o ratingových agenturách (CRA III)⁵³ a ve směrnici o prospektu.⁵⁴

⁴⁶ Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 575/2013 ze dne 26. června 2013 o obezřetnostních požadavcích na úvěrové instituce a investiční podniky a o změně nařízení (EU) č. 648/2012

⁴⁷ Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2013/36/EU ze dne 26. června 2014 o přístupu k činnosti úvěrových institucí a o obezřetnostním dohledu nad úvěrovými institucemi a investičními podniky

⁴⁸ Nařízení Komise v přenesené pravomoci ze dne 10. října 2014, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 575/2013, pokud jde o požadavek na úvěrové instituce týkající se krytí likvidity

⁴⁹ Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2009/138/ES ze dne 25. listopadu 2009 o přístupu k pojišťovací a zajišťovací činnosti a jejím výkonu (Solventnost II)

⁵⁰ Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2015/35 ze dne 10. října 2014, kterým se doplňuje směrnice Evropského parlamentu a Rady 2009/138/ES o přístupu k pojišťovací a zajišťovací činnosti a jejím výkonu (Solventnost II)

⁵¹ 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)

⁵² 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

⁵³ Nařízení Evropského parlamentu a Rady (ES) č. 1060/2009 ze dne 16. září 2009 o ratingových agenturách

⁵⁴ 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, ve znění směrnice Evropského parlamentu a Rady 2010/73/EU ze dne 24. listopadu 2010, kterou se mění směrnice 2003/71/ES o prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování, a

1.2.2 Právní úprava vybraných kroků tradiční sekuritizační transakce

1.2.2.1 Vytvoření jednotky pro speciální účel (SPV)

Jednotka pro speciální účel hraje v procesu sekuritizace klíčovou roli, neboť skrze ni dochází k oddělení podkladových aktiv od rizika (převážně, ale nikoliv pouze úvěrového) původce. Onen speciální účel, pro který je SPV založena, spočívá v nákupu podkladových aktiv od původce a následné emisi dluhových cenných papírů zajištěných těmito podkladovými aktivy.

Z důvodu absence komplexní úpravy sekuritizace v českém právu přirozeně chybí i jakákoli speciální úprava SPV pro potřeby sekuritizace, která by blíže specifikovala její požadovanou právní formu, povinnosti a potřebná povolení. SPV je pro potřeby sekuritizace legislativně označována jako *sekuritizační jednotka pro speciální účel* (SJSÚ) a její definice je v § 7 odst. 3 písm. l) VČB určena odkazem na čl. 4 odst. 1 bod 66 přímo aplikovatelného nařízení CRR. Zde je pak definována jako:

„svěřenecký nebo jiný subjekt, který není institucí a je zřízen za účelem provedení jedné či více sekuritizací, jeho činnost je omezena na úkony, které jsou nezbytné k dosažení uvedeného cíle, jeho struktura je navržena tak, aby zajistila oddělení závazků tohoto subjektu od závazků původce, a držitelé účasti v tomto subjektu ji mohou volně vyměňovat nebo zastavovat.“⁵⁵

Z dané definice lze tedy dovodit, že SJSÚ musí splňovat především požadavky na:

- (i) omezení činnosti na úkony nezbytné k provedení sekuritizace
- (ii) zajištění oddělení závazků SPV od závazků původce – a to především odolnost vůči úpadku (tzv. *bankruptcy-remoteness*)

Klíčové v tomto směru je především zajištění odolnosti SPV vůči úpadku původce, a to z toho důvodu, aby v případě úpadku původce nebyla aktiva jím převedená na SPV zahrnuta do původcovy majetkové podstaty. O naplnění tohoto požadavku lze uvažovat jen u *true sale* převodu aktiv na SPV. Při něm je třeba postupovat tak, aby původce ztratil jakýkoli vztah k těmto převáděným aktivům a vlastnický titul SPV k nim nemohl být zpochybněn.

Současně s převodem přistupuje rovněž i možnost vynětí převáděných aktiv z rozvahy původce. Nicméně jak uvádí Urbancová, v poslední době došlo k vývoji a zpřísnění

směrnice 2004/109/ES o harmonizaci požadavků na průhlednost týkajících se informací o emitentech, jejichž cenné papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu

⁵⁵ Čl. 4 odst. 1 bod 66 nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 575/2013 ze dne 26. června 2013 o obezřetnostních požadavcích na úvěrové instituce a investiční podniky a o změně nařízení (EU) č. 648/2012

možnosti vynětí aktiv převedených na SPV z rozvahy původce.⁵⁶ Mezinárodní účetní standardy IFRS, často používané i v ČR, vyžadují konsolidaci původce a SPV na základě IAS 27 v případě, že (i) SPV vykonává činnost pro původce, (ii) původce SPV efektivně kontroluje, (iii) původce drží většinu rizika SPV, a (iv) původce získává většinu výnosů SPV.⁵⁷ S ohledem na značnou obecnost výše uvedených podmínek je snadné naplnit některý z požadavků na konsolidaci. Je proto důležité, aby při konstrukci sekuritizační struktury bylo na toto předem pamatováno.⁵⁸

Co se týká odolnosti vůči úpadku původce, je třeba pamatovat i na úpravu neúčinnosti právních úkonů obsaženou v § 235 až 243 insolvenčního zákona⁵⁹ (tzv. *claw back provisions*), podle které by za neúčinné mohly být považovány takové právní úkony, kterými by byla vyváděna aktiva mimo majetek původce. Insolvenční zákon rozeznává tři skutkové podstaty odporovatelnosti: (i) úkony bez přiměřeného protiplnění, (ii) úkony znevýhodňující některého věřitele na úkor jiných, a (iii) podvodně či úmyslně zkracující úkony, přičemž u prvních dvou skutkových podstat lze odporovat úkonu, který byl učiněn v posledních 3 letech před zahájením insolvenčního řízení a u třetí skutkové podstaty dokonce v posledních 5 letech.⁶⁰

K naplnění požadavku na odolnost vůči úpadku je třeba, aby SPV bylo odolné nejen vůči úpadku původce, ale i úpadku svého. Toho bývá zpravidla dosaženo tím, že (i) SPV nevyvíjí žádnou aktivitu, která by mohla vést k jejímu zadlužení, s výjimkou závazků daňových⁶¹ a závazků vůči ostatním účastníkům sekuritizační transakce, přičemž vzhledem k nim se používá (ii) smluvní omezení jejich nároků do výše hodnoty aktiv a příjmů, které SPV obdrží (*limited recourse*) a smluvní závazek nepodávat žaloby nebo insolvenční návrhy (*non-petition clause*).⁶² Lze nicméně

⁵⁶ viz URBANCOVÁ, Barbora. *op.cit.*, str. 58. Pro srovnání s americkou právní úpravou uvádí, že podle amerických účetních standardů FAS 166 (ASC 860) pravidel GAAP 2011 je rozhodující, zda si původce nedále ponechává vliv nad převedenými aktivy (v takovém případě se jedná pouze o zajištěné financování bez možnosti vynětí z rozvahy), nebo zda kontrolu nad aktivy zcela nabývá SPV (v takovém případě se jedná o prodej a aktiva lze vyjmout z rozvahy). Přičemž ale trefně podotýká, že podle úpravy Dodd-Frank Act si původce musí nechat určitý podíl v sekuritizační transakci, čímž se zvyšuje pravděpodobnost, že se ve smyslu výše uvedeného standardu ponechá efektivní kontrolu aktiv a nebude tyto moct vyjmout z rozvahy.

⁵⁷ *Ibid.*

⁵⁸ viz též např. PWC. *Securitisation: the great accounting debate, conduits – „on or off“ balance sheet under IFRS*. Dostupné na: <http://www.pwc.com/gx/en/structured-finance/pdf/conduit.pdf>

⁵⁹ zákon č. 182/2006 Sb., insolvenční zákon, ve znění pozdějších předpisů

⁶⁰ viz RICHTER, Tomáš. *Insolvenční právo*. 2. vydání. Praha: Wolter Kluwer ČR, a.s., 2017, str. 393 an.

⁶¹ Jediné závazky jsou zpravidla závazky daňové povahy, což je jeden z důvodů, proč se SPV obvykle inkorporuje v jurisdikci s příznivým daňovým režimem. Např. v Holandsku je možné předem se správcem daně vyjednat konkrétní výši daňové povinnosti, se kterou je následně počítáno v rámci alokace plateb v sekuritizační struktuře.

⁶² viz SEDLÁČEK, Tomáš. *op.cit.*

vyjádřit jisté pochybnosti ohledně platnosti a úspěšné vymahatelnosti tohoto ujednání z pohledu českého práva.⁶³

Byť pro potřeby akvizičního a strukturovaného financování je použití SPV podle českého práva rozšířenou praxí, pro účely sekuritizační transakce se jedná o praxi neprověřený koncept. V tomto směru tedy není překvapující, že i pro potřeby českých původců bude za stávající situace vhodnější využití SPV založené v jiné jurisdikci, jako např. Lucembursku či Nizozemsku, a to i s ohledem na výhodný daňový režim a lepší praktickou prověřenost.

Objevily se též názory, že v tomto směru by bylo pro potřeby SPV možné využít i rekonstrukci zavedený svěrenský fond, s jehož možným použitím počítá i definice SJSÚ v CRR.⁶⁴ Jeho použitím by došlo ke vzniku odděleného a nezávislého vlastnictví majetku do něj vyčleněného, čímž by se fungování SPV přiblížilo *trustu*, v zahraničních jurisdikcích běžně užívaného pro účely sekuritizace. Byť lze zavedení tohoto institutu do českého právního řádu považovat za pozitivní krok, s ohledem na jeho kusou právní úpravu a praktickou neprověřenost nelze jeho využití pro sekuritizační transakce v tuto chvíli doporučit.

1.2.2.2 Převod podkladových aktiv původcem na SPV

Pro úspěch sekuritizační transakce je nezbytné, aby na základě skutečného (*true sale*) převodu SPV platně nabyta převáděná podkladová aktiva. Jen tak lze zajistit, že převáděná aktiva nebudou vtažena do majetkové podstaty původce v případě jeho úpadku.

Sekuritizaci je možno uplatnit na celou řadu podkladových aktiv, jejichž charakter následně determinuje podmínky, za kterých je bude možné převést na SPV. V případě SME sekuritizace je relevantní sekuritizace úvěrů (*CLO*), proto se následující analýza věnuje podmínkám převodu pohledávek. Jak už bylo řečeno, české právo nestanoví speciální úpravu sekuritizační transakce a tím pádem ani převodu pohledávek v jejím rámci, proto je nezbytné vyjít z obecných ustanovení soukromého práva.

Postoupením pohledávky se postupuje právo věřitele vůči dlužníku na určité plnění (§ 1721 ObčZ), přičemž plněním je myšleno chování dlužníka, které má majetkovou

⁶³ viz URBANCOVÁ, Barbora. *op.cit.*, str. 59

⁶⁴ viz např. BROŽEK, Tomáš., REITERMAN, David. *Sekuritizace aktiv po rekonstrukci*. Epravo.cz, 23.6.2014

povahu a odpovídá zájmům věřitele (§ 1722 ObčZ).⁶⁵ Byť většina úvěrových smluv tuto možnost výslovně sjednává, občanský zákoník v § 1879 přímo stanoví, že věřitel může pohledávku postoupit i bez souhlasu dlužníka.

Zásadní je dále vymezení okruhu pohledávek, které lze převést. V první řadě musí být postupovaná pohledávka dostatečně určitá nebo určitelná k okamžiku převodu nebo alespoň k datu vzniku pohledávky, jedná-li se o převod pohledávky budoucí.⁶⁶ Byť ani starý ani nový občanský zákoník to výslovně neuvádějí, Nejvyšší soud ČR opakovaně judikoval, že je možné převést pohledávky budoucí, podmíněné i sporné.⁶⁷

V souvislosti s rekonstrukcí soukromého práva lze nicméně spatřit jistý kvalitativní posun v podobě ustanovení § 1887 ObčZ, které stanoví možnost postoupení souboru pohledávek, a to jak současných, tak i budoucích, pokud je takový soubor pohledávek smlouvou dostatečně určen. Jedná se o případ tzv. *globální cese*, kdy postupované pohledávky nejsou specifikovány jednotlivě, ale jejich určení plyne z jejich celkového vymezení.⁶⁸ Nicméně právě vymezení souboru pohledávek tak, aby bylo dostatečně určité a smlouva o převodu tím pádem platná, může představovat problém. Zákon sice demonstrativně uvádí několik kritérií, kterými může být soubor pohledávek vymezen – příkladmo jako pohledávky určitého druhu (např. pohledávky ze spotřebitelských úvěrů) vznikající v určité době, případně též jako různé pohledávky z téhož právního důvodu (např. vymezené osobou dlužníka a právním titulem) – není nicméně zcela zřejmé, co už lze považovat za *dostatečné* vymezení a co ještě ne. Na druhou stranu, pokud je tedy soubor postupovaných pohledávek dostatečně homogenní či dostatečně dobře vymežitelný, je jeho postoupení cestou globální cese nespornou výhodou. Díky tomu tak odpadá nutnost sáhnout po poměrně kostrbatém mechanismu převodu již existujících pohledávek na pravidelné bázi podle doby jejich vzniku,⁶⁹ neboť takto

⁶⁵ HULMÁK, Milan a kol. *Občanský zákoník V. Závazkové právo. Obecná část (§ 1721 – 2054)*. 1. vydání, Praha: C.H.Beck, 2014, str. 723-732

⁶⁶ HULMÁK, Milan a kol. *op.cit.*, str. 723-732

⁶⁷ Viz např. rozhodnutí Nejvyššího soudu ČR z 19.7.2006, sp. zn. 29 Odo 1435/2005: „S dovolatelkou lze souhlasit v tom, že předmětem postoupení může být pohledávka splatná i nesplacená, popřípadě pohledávka budoucí či vázaná na podmínku, včetně toho, že postoupení pohledávky nebrání ani její „spornost“...“ - vzhledem k tomu, že nová úprava postoupení pohledávky vychází z kontinuity s předchozí úpravou v § 523 a násl. ObčZ z roku 1964, předkodifikační judikaturu lze zásadně použít i na novou úpravu.

⁶⁸ HULMÁK, Milan a kol. *op.cit.*, str. 759

⁶⁹ Takto tomu bylo například v případě zmíněné sekuritizace pohledávek z kreditních karet Home Credit, kdy byl zvolen způsob denního převodu pohledávek vzniklých z předchozího dne. Viz URBANCOVÁ, Barbora. *op.cit.*, str. 66

dojde k postoupení každé pohledávky z daného souboru automaticky okamžikem jejího vzniku.⁷⁰

S ohledem na § 1882 odst. 1 ObčZ je pak důležité, aby ve smlouvě o převodu pohledávek byla uspokojivě ošetřena otázka oznámení postoupení dlužníkovi. V případě tzv. *tiché cese* totiž existuje riziko, že dlužník nebude plnit SPV, ale i nadále svému původnímu věřiteli.

Zároveň je vhodné smluvně blíže upravit odpovědnost původce za dobytost převáděné pohledávky (§ 1885 ObčZ) a její obvyklé či vymíněné vlastnosti (§ 1885 odst. 3 ve spojení s § 1914 až 1924 ObčZ). Zvláště u převodu většího souboru pohledávek totiž hrozí, že některá z nich může být nevymahatelná už před převodem, případně z důvodu chybně vedené evidence nemusí její vymíněné vlastnosti odpovídat jejímu skutečnému stavu.

1.2.2.3 Emise cenných papírů zajištěných podkladovými aktivy

Po převodu podkladových aktiv na SPV tato jednotka následně emituje cenné papíry, které jsou zajištěny danými podkladovými aktivy. Podmínky takové emise cenných papírů, stejně jako podmínky nakládání s nimi a jejich případného přijetí na regulovaný trh se budou řídit právem místa, kde k emisi dochází. V případě emise cenných papírů v České republice se pak bude právní úprava vydávání cenných papírů (v závislosti na jejich charakteru) řídit především ustanoveními ObčZ a DluhZ a ve vztahu k přijetí na regulovaný trh pak pravidly obsaženými v ZPKT.

ObčZ řadí cenný papír mezi věci a v § 514 jej definuje jako *listinu, se kterou je právo spojeno takovým způsobem, že je po vydání cenného papíru nelze bez této listiny uplatnit ani převést*. Podle míry právní regulace, tedy podle toho, zda je zákonem stanoveno, jaké právo je s cenným papírem spojeno a jaké náležitosti musí listina splňovat, aby se stala příslušným cenným papírem, pak dělíme cenné papíry na pojmenované a nepojmenované.⁷¹

V rámci pojmenovaných cenných papírů zajištěných podkladovými aktivy zákon přímo rozeznává jen jeden druh, totiž hypoteční zástavní listy, které jsou kryty pohledávkami z hypotečních úvěrů a které mohou emitovat podle DluhZ pouze banky. ObčZ nicméně

⁷⁰ BROŽEK, Tomáš, REITERMAN, David. *op.cit.*, 23.6.2014

⁷¹ k tomu viz CHALUPA, Ivan, REITERMAN, David. *Cenné papíry. Základy soukromého práva IV*. 1. vydání. Praha: C.H.Beck, 2014, str. 7

výslovně připouští vydání i zákonem zvláště neupravených (nepojmenovaných) druhů cenných papírů, které svou existenci opírají o § 515 ObčZ. Zde zákon stanoví dva požadavky, a to (i) určení práva, které je s cenným papírem spojeno, a to alespoň odkazem na emisní podmínky, a (ii) uvedení údaje o emitentovi. Právní úprava je tedy v tomto směru záměrně minimalistická a ponechává na emitentech, aby si konkrétní práva a povinnosti spojené s nepojmenovaným cenným papírem upravili v emisních podmínkách.

Právní úpravou veřejné nabídky cenných papírů a jejich přijetí na regulovaný trh se podrobněji zabývám v části 2.2.4.1 a 2.2.4.2 této práce a vzhledem k tomu, že se tento aspekt sekuritizační transakce neliší od jeho obecné právní úpravy, na tomto místě jej nerozebírám.

1.3 NAŘÍZENÍ O SEKURITIZACI - NOVÝ SPOLEČNÝ PRÁVNÍ RÁMEC A PRAVIDLA JTS SEKURITIZACE

1.3.1 Důvody a cíle nového návrhu

Ačkoli akutní důsledky finanční krize z let 2007-2008 již odezněly, sekuritizační nástroje si s sebou do velké míry stále nesou stigma toxického produktu, který byl příčinou této krize, byť v poměru k celému trhu se sekuritizačními nástroji bylo skutečně problematických jen malé množství z těchto nástrojů, reprezentujících relativně omezený podíl na trhu.⁷² Nicméně i přesto veřejné orgány přistoupily k celé řadě opatření, jež vedly k přísnější regulaci sekuritizace – např. prostřednictvím vyšších požadavků na kapitálovou přiměřenost, řádnou hloubkovou prověrku, poskytování detailních informací a rovněž povinných požadavků na ponechání si části rizika, za účelem předcházení dříve rozšířené praxe, kdy sekuritizované produkty byly vytvářeny výhradně za účelem další distribuce investorům (tzv. model *originate to distribute*). Tato přísnější regulace nicméně v souhrnu nevedla ke zvýšené atraktivitě sekuritizace a není tedy překvapující, že k revitalizaci evropského trhu se sekuritizačními produkty dochází jen velmi pomalu.⁷³

V tomto kontextu a v reakci na pomalé ozdravování evropské ekonomiky se celá řada evropských institucí, včetně centrálních bank, vládních a nadnárodních organizací

⁷² CLIFFORD CHANCE. *A never ending road: New aspects in the regulation of securitisation*. 2015. Dostupné na https://www.cliffordchance.com/briefings/2015/06/a_never_ending_road-newaspectsinth.html

⁷³ viz např. AFME. *op.cit.*

začala zabývat myšlenkou znovunastartování trhu se sekuritizačními nástroji jako možnou cestou jak podpořit růst evropské ekonomiky. Tato iniciativa byla vedena Bank of England, Evropskou centrální bankou (ECB), Evropským orgánem pro bankovníctví (EBA), Evropskou komisí, Basilejským výborem pro bankovní dohled (BCBS) a Mezinárodní organizací komisí pro cenné papíry (IOSCO), kterými byl po vzájemných konzultacích posléze prosazován návrh na vytvoření podmnožiny kvalifikovaných sekuritizačních transakcí, jež by splňovala určitá kritéria způsobilosti a mohla se tak kvalifikovat k volnějším regulatorním nárokům, které by ji umožnily konkurovat podobným investičním nástrojům.

V srpnu 2015 Evropský orgán pro bankovníctví (EBA) představil kritéria pro kvalifikované sekuritizace, která musí splnit požadavky na jednoduchost, transparentnost a standardizovanost. Na to navázala v září téhož roku Evropská komise, která, jako součást své iniciativy Unie kapitálových trhů, představila návrh nařízení o sekuritizaci.⁷⁴ Na konci května 2017, tedy dva roky po předložení návrhu, došlo k politické dohodě mezi Komisí, Radou a Evropským parlamentem ohledně znění předloženého návrhu.⁷⁵ V tuto chvíli ještě zbývá, aby byly dořešeny technické detaily a následně návrh schválila Rada a Evropský parlament. Návrh současně předpokládá, že bude vytvořena celá řada souvisejících level 2 technických standardů, jejichž konkrétní podoba prozatím není známa.

Nařízení o sekuritizaci by mělo nahradit v současnosti platná pravidla týkající se sekuritizace a nahradit je jednotným regulačním rámcem, který by navíc identifikoval kvalifikované sekuritizace v podobě *jednoduchých, transparentních a standardizovaných* (JTS) sekuritizací. Součástí představeného návrhu je i návrh novely nařízení o kapitálových požadavcích (CRR), který reflektuje změny související s Basel III revizí sekuritizačního rámce z prosince 2014⁷⁶ a přináší novou úpravu zacházení s regulatorním kapitálem pro úvěrové instituce a investiční podniky, které

⁷⁴ Návrh nařízení Evropského parlamentu a Rady COM(2015) 472 final ze dne 30.9.2015, kterým se stanoví společná pravidla pro sekuritizaci a vytváří se evropský rámec pro jednoduchou, transparentní a standardizovanou sekuritizaci a kterým se mění směrnice 2009/65/ES, 2009/138/ES, 2011/61/EU a nařízení (ES) č. 1060/2009 a (EU) č. 648/2012

⁷⁵ viz EVROPSKÁ KOMISE. *Capital Markets Union: EU reaches agreement on reviving securitisation market*. Press release, 30.5.2017, dostupný na http://europa.eu/rapid/press-release_IP-17-1480_en.htm

⁷⁶ BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION. *Basel III Document: Revisions to the Securitisation Framework*. 11. prosince 2014, dostupné na <http://www.bis.org/bcbs/publ/d303.pdf>; revidovaná verze z července 2016 dostupná na <http://www.bis.org/bcbs/publ/d374.htm>

jsou původci sekuritizačních nástrojů, jejich sponzory či investory, a to za účelem zohlednění nového regulačního rámce pro JTS sekuritizace.⁷⁷

Podle důvodové zprávy k tomuto návrhu není jeho cílem odstranit regulační předpisy, které byly zavedeny s cílem vynutit zodpovědnější přístup k vysoce komplexním, neprůhledným a rizikovým sekuritizacím, ale měl by vést k lepšímu rozlišování jednoduchých, transparentních a standardizovaných produktů, pomoci lépe vyhodnotit rizika související se sekuritizací a zajistit tak větší důvěru investorů. Koncept JTS se totiž nevztahuje na úvěrovou kvalitu daných podkladových aktiv, nýbrž na postup, kterým je sekuritizace strukturována.⁷⁸ Z toho plyne, že charakteristika JTS by měla být zárukou toho, že rizika dané transakce mohou být na základě poskytnutých informací lépe identifikována a oceněna, nikoli však už zárukou toho, že s danou transakcí se pojí nízké, či žádné riziko. Naopak s vědomím značné komplexnosti a rizikivosti sekuritizačních nástrojů se předkládané nařízení vztahuje primárně na profesionální investory ve smyslu MiFID. Retailoví investoři budou mít možnost investovat pouze do určitého limitu a za předpokladu, že splní test vhodnosti.⁷⁹

Komise dále předpokládá, že předložený návrh bude mít pozitivní dopad na financování malých a středních podniků, a to především ze tří důvodů:⁸⁰

- (i) zavedení nového JTS sekuritizačního rámce by mělo usnadnit poskytování úvěrů malým a středním podnikům prostřednictvím cenných papírů zajištěných aktivy pro SME a rovněž krátkodobými úvěry prostřednictvím jednoduchých a transparentních účelových subjektů (tzv. *conduit*) investujících do programů ABCP;
- (ii) oživení trhu se sekuritizací by mělo bankám poskytnout efektivní nástroj k přenesení rizika z jejich rozvah. Komise předpokládá, že díky tomu budou

⁷⁷ Návrh nařízení Evropského parlamentu a Rady COM(2015) 473 final ze dne 30.9.2015, o změně nařízení (EU) č. 575/2013 o obezřetnostních požadavcích na úvěrové instituce a investiční podniky.

⁷⁸ Návrh nařízení Evropského parlamentu a Rady COM(2015) 472 final ze dne 30.9.2015, kterým se stanoví společná pravidla pro sekuritizaci a vytváří se evropský rámec pro jednoduchou, transparentní a standardizovanou sekuritizaci a kterým se mění směrnice 2009/65/ES, 2009/138/ES, 2011/61/EU a nařízení (ES) č. 1060/2009 a (EU) č. 648/2012, str. 3

⁷⁹ viz CLIFFORD CHANCE. *Political Agreement Reached on The Securitisation Regulation*. Client briefing, 14.6.2017, dostupné na https://www.cliffordchance.com/briefings/2017/06/political_agreementreachedonthesecuritisatio.html

⁸⁰ Návrh nařízení Evropského parlamentu a Rady COM(2015) 472 final ze dne 30.9.2015, kterým se stanoví společná pravidla pro sekuritizaci a vytváří se evropský rámec pro jednoduchou, transparentní a standardizovanou sekuritizaci a kterým se mění směrnice 2009/65/ES, 2009/138/ES, 2011/61/EU a nařízení (ES) č. 1060/2009 a (EU) č. 648/2012, str. 11-12

banky schopny a ochotny uvolnit více kapitálu, který bude následně využit k poskytování nových úvěrů, a to i pro SME;

- (iii) implementace jednotného a konsistentního rámce pro sekuritizaci, zvýšení atraktivnosti tohoto trhu pro jeho účastníky a související celkové oživení trhu se sekuritizačními nástroji by mělo přispět ke snížení provozních nákladů na sekuritizaci. S přihlédnutím k tomu, že v případě sekuritizace SME úvěrů jsou související náklady nadprůměrně vysoké, mělo by tedy očekávané snížení mít pozitivní dopad především na náklady SME úvěrů.

1.3.2 Navrhované změny⁸¹

Předkládaný návrh se skládá ze dvou částí – první část představuje společný soubor pravidel pro všechny druhy sekuritizací ve vztahu k požadavkům na hloubkovou prověrku, ponechání si rizika a transparentnost. V současnosti rozptýlená právní úprava sekuritizace v různých odvětvových právních předpisech EU je tak přesunuta do jednoho právního aktu, čímž by měla být zajištěna větší přehlednost, konzistentnost a soudržnost. Druhá část se zaměřuje na kritéria pro JTS sekuritizace, jakožto kvalifikovanou podmnožinu sekuritizací, a dále stanoví pravidla pro dohled a sankce.

Podoba návrhu, jak vyplynula z politické dohody mezi Komisí, Radou a Evropským parlamentem nicméně předpokládá, že využití STS standardu bude omezeno pouze na sekuritizace, při kterých původce, sponzor a emitent mají sídlo v EU. Tento požadavek se může ukázat jako problematický ve světle plánovaného odchodu Spojeného království z EU, a to s ohledem na to, že Británie hraje v rámci evropského trhu se sekuritizacemi důležitou roli.

1.3.2.1 Společná pravidla pro všechny druhy sekuritizací

Definice (čl. 2)

Definice v článku 2 předkládaného návrhu jsou až na výjimky a s drobnými odlišnostmi převzaty z nařízení o kapitálových požadavcích (CRR), čímž je zajištěna větší konzistentnost definic napříč odvětvími a zároveň tyto nově dopadají i na odvětví, na která se nařízení CRR nevztahuje.

⁸¹ V době psaní této práce nebylo ještě finální znění návrhu k dispozici, autor tedy vychází z jeho znění tak, jak bylo představeno Evropskou komisí, přičemž reflektuje i výsledky politické dohody mezi Komisí, Radou a Evropským parlamentem z 30.5.2017.

Pravidla náležitě péče pro investory (čl. 3)

Předkládané nařízení ruší stávající pravidla náležitě péče stanovená v několika různých předpisech a nahrazuje je jediným článkem, který zavádí stejná pravidla náležitě péče pro všechny typy institucionálních investorů působících v EU. Mezi tato pravidla patří požadavek, aby:

- (i) investoři, před tím než přijmou expozici vůči sekuritizaci:
 - a. ověřili okolnosti, za kterých byla podkladová aktiva sekuritizována, jakožto i skutečnost, že původce, sponzor nebo původní věřitel si ponechává podstatný podíl (viz čl. 4 níže); a
 - b. provedli hloubkovou prověrku ohledně rizikovosti sekuritizované pozice a jejích podkladových aktiv, a pokud se jedná o JTS sekuritizaci, tak rovněž ohledně souladu s požadavky JTS;
- (ii) investoři s expozicí vůči sekuritizaci:
 - a. zavedli písemné postupy přiměřené rizikovému profilu sekuritizované pozice s cílem průběžně monitorovat dodržování výše uvedených pravidel a sledovat výkonnost sekuritizované pozice a jejích podkladových expozic;
 - b. pravidelně prováděli zátěžové testy peněžních toků a zajištění podkladové expozice;
 - c. zajistili interní reporting pro svůj řídicí orgán a náležitě řízení rizik;
 - d. byli schopni prokázat, že důkladně rozumí dané sekuritizační pozici a jejím podkladovým expozicím.

Ponechání si rizika (čl. 4)

Předkládaný návrh stanoví povinnost původce, sponzora nebo původního věřitele ponechat si podstatný čistý ekonomický podíl na expozici ve výši nejméně 5 %. Návrh zároveň mění v současnosti uplatňovaný *nepřímý přístup* k ponechání rizika, podle kterého původci, sponzoři nebo původní věřitelé nepodléhají požadavkům na ponechání rizika přímo, ale tyto požadavky zavazují investora, který by si měl před tím, než přijme expozici, ověřit, že původce, sponzor nebo původní věřitel si riziko ponechali. Předkládaná úprava nově uplatňuje *přímý přístup*, podle kterého původci, sponzoři nebo původní věřitelé mají povinnost si podíl na riziku ponechat a tuto skutečnost oznámit investorovi.

Na základě doporučení ze strany EBA zároveň došlo ke specifikaci definice původce tak, aby již nedocházelo k v praxi běžnému obcházení požadavku na ponechání si rizika extenzivním výkladem této definice v CRR. Nově je stanoveno, že pro účely článku 4 se za původce nepovažuje subjekt vytvořený a fungující pouze za účelem sekuritizace expozic, čímž je zjevně myšlena sekuritizační jednotka pro speciální účel (SJSÚ).

Požadavky na transparentnost pro původce, sponzory a SJSÚ (čl. 5)

Úprava tohoto článku směřuje k tomu, aby investoři, a ve stanovených případech i určené příslušné orgány, měli k dispozici veškeré relevantní informace o sekuritizační transakci. Za tímto účelem je stanovena povinnost původců, sponzorů a SJSÚ zpřístupnit investorům a příslušným orgánům informace ve stanoveném rozsahu, a to prostřednictvím internetových stránek, která splňují stanovená kritéria. K tomuto cíli by mělo dopomoci i zavedení centrálního repositáře, který by sbíral a zpřístupňoval informace o všech sekuritizacích v EU.

1.3.2.2 JTS sekuritizace

Požadavek na jednoduchost (čl. 8)

V prvé řadě se pro kvalifikaci na JTS sekuritizaci vyžaduje, aby se jednalo o *true sale* sekuritizaci. Podkladová aktiva, která jsou takto převáděna na SJSÚ nesmí zahrnovat sekuritizaci,⁸² musí být homogenní z hlediska druhu aktiva a být doprovázena prohlášeními a zárukami ze strany prodávajícího ohledně vlastností a nezátíženosti těchto aktiv právy třetích stran. Nad to se vyžaduje, aby podkladová aktiva vznikla v rámci běžné podnikatelské činnosti původce nebo původního věřitele podle standardů, které původce nebo původní věřitel uplatňuje při vytváření podobných expozic, které nejsou sekuritizovány. Rovněž je stanovena podmínka, že podkladové expozice v době převodu na SJSÚ neobsahují expozice v selhání nebo expozice vůči rizikovému dlužníkovi nebo ručiteli a (s výjimkou jistých specifikovaných revolvingových sekuritizací) aby alespoň jedna splátka podkladového úvěru už byla k okamžiku převodu expozice uhrazena.

Požadavek na standardizaci (čl. 9)

Původce, sponzor nebo SJSÚ musí splnit požadavek na ponechání si rizika v souladu s čl. 4, přijmout opatření ke zmírnění rizika souvisejícího s pohyby úrokových sazeb

⁸² Zde bychom hovořili o tzv. *resekuritizaci*, která je pro svou menší transparentnost z kvalifikace JTS vyloučena.

a měnových kurzů a o těchto opatřeních informovat. U sekuritizací s revolvingovým obdobím se požaduje, aby transakční dokumentace obsahovala i určení vhodných rozhodných událostí pro předčasné splacení nebo pro ukončení revolvingového období. Dále se požaduje, aby transakční dokumentace obsahovala specifikaci povinností a odpovědnosti obsluhovatele a postupy pro případ jeho selhání, jakož i povinnosti poskytovatelů pomocných služeb. V neposlední řadě musí transakční dokumentace jasně určit postup v případě prodlení a selhání dlužníků, přednost plateb, a způsoby řešení konfliktů mezi různými kategoriemi investorů.

Požadavky na transparentnost (čl. 10)

Původce, sponzor a SJSÚ mají povinnost poskytnout investorovi před samotnou transakcí historická data o výkonnosti v oblasti selhání a ztráty u podobných expozic, a dále pak i model peněžních toků ze sekuritizovaných závazků, a to jak před oceněním sekuritizace, tak i průběžně. Vzorek podkladových expozic musí být externě ověřen vhodnou a nezávislou osobou, která musí potvrdit, že údaje poskytnuté ve vztahu k podkladovým expozicím jsou přesné, a to s 95% mírou spolehlivosti. Zároveň je stanovena společná odpovědnost původce, sponzora a SJSÚ za dodržení informační povinnosti podle čl. 5.

Požadavky na JTS sekuritizaci obchodních cenných papírů zajištěných aktiv (čl. 11 - 13)

Nová úprava taktéž obsahuje konkrétní požadavky na krátkodobé expozice v rámci programu obchodních cenných papírů zajištěných aktiv (ABCP), a to na dvou úrovních. Pro úroveň transakce stanoví čl. 12 požadavek na zbytkovou váženou průměrnou životnost podkladových aktiv nejvýše do dvou let a se zbytkovou splatností vždy kratší než tři roky, přičemž jsou z takové transakce vyloučeny podkladové expozice obsahující hypoteční úvěry na residenční nemovitosti nebo komerční hypoteční úvěry. Pro úroveň programu pak čl. 13 požaduje, aby sponzorem byla úvěrová instituce, která je předmětem dohledu podle směrnice CRD IV.⁸³ Dále se požaduje, aby cenné papíry emitované programem ABCP neobsahovaly ustanovení, která by měla vliv na jejich konečnou splatnost, a aby finální dokumentace byla poskytnuta investorům nejpozději do 15 dnů po uzavření transakce.

⁸³ 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 investičními podniky (CRD IV)

Oznámení a náležitá péče (čl. 14)

Čl. 14 stanoví pravidla závazná pro původce, sponzory a SJSÚ, týkající se informační povinnosti a oznámení. Nově budou původce, sponzor i SJSÚ společně odpovědní za to, že daná transakce splňuje požadavky JTS, přičemž tuto skutečnost musí oznámit orgánu ESMA a zveřejnit ji na svých webových stránkách.

Politická dohoda přinesla i možnost zapojení autorizovaných třetích stran do verifikace souladu s kritérii JTS, přičemž využití této možnosti nebude zbavovat původce, sponzora i SJSÚ odpovědnosti za nesplnění požadavků.

1.3.2.3 Dohled a sankce

Předkládaný návrh v čl. 15 až 22 stanoví, že za dohled nad dodržováním regulace sekuritizace, a to včetně plnění kritérií pro JTS sekuritizace, jakož i za udělování sankcí za nedodržení, budou odpovědné příslušné národní orgány členských států Unie. Členské státy mají určit příslušné orgány dohledu a zajistit jim pravomoci, které jsou obdobných orgánům obvykle k dispozici podle právních předpisů EU v oblasti finančních služeb. Za koordinaci příslušných orgánů a za jednotný výklad budou odpovědní EBA, EIOPA a ESMA.

1.4 HODNOCENÍ NOVÉ PRÁVNÍ ÚPRAVY SEKURITIZACE

1.4.1 JTS – skutečně jednoduché?

Jedna z hlavních devíz JTS sekuritizací spočívá v jejich domnělé jednoduchosti. Řada předních ekonomů a organizací, jako například Finance Watch,⁸⁴ nicméně poukazuje na to, že možnost tranšování vnáší do celé transakce větší komplexnost a významně ztěžuje analýzu rizikovosti celé transakce. Například nejseniornější (AAA) tranše, která může získat lepší rating než soubor podkladových aktiv, ze kterých vychází, není bezriziková, jak se může na první pohled zdát, nýbrž její riziko lze hodnotit jako tzv. *katastrofické*. To znamená, že existuje malá šance, že dojde k jejímu selhání, ale v případě, že k tomu dojde, jsou potenciální ztráty obrovské. Finance Watch tuto situaci přirovnává k prodeji pojištění proti hurikánům, kdy pojišťovna obdrží nízké pojistné, ale čelí potenciálně obrovským ztrátám.⁸⁵ Analýza a kalkulace tohoto typu

⁸⁴ FINANCE WATCH. *STS securitisation Q&A: what are the positives and what to watch out for*. Dostupné na www.finance-watch.org/iframe/.../STS-securitisation-QA-FinanceWatch2015.pdf

⁸⁵ *Ibid.*

rizika je pro investora samozřejmě značně obtížná a investoři mohou mít z důvodu této komplexnosti tendenci spoléhat se na ratingy namísto vlastní hloubkové prověrky.

Antoniades a Tarashev navíc argumentují, že tranšování má za následek značnou nejistotu ohledně tranší nacházejících se uprostřed struktury, tedy zejména *mezaninových* tranší, a to z důvodu tzv. *útesového efektu* (*cliff effect*). Při kalkulaci jejich rizika totiž i malá chyba v odhadu může znamenat to, že jejich riziko může být tak nízké, jako u seniorní tranše, ale i tak vysoké, jako u tranše juniorní.⁸⁶

V neposlední řadě s sebou tranšování přináší rovněž konflikt zájmů mezi skupinami držitelů různých tranší, neboť v případě hrozících problémů budou investoři preferovat řešení, která zajistí uspokojení právě jejich tranše, mnohdy bez ohledu na tranše další (tedy juniornější).

1.4.2 Syntetické sekuritizace

Předkládaný návrh předpokládá, že kritéria JTS sekuritizace může splnit jen sekuritizace, u níž dochází ke skutečnému převodu (*true sale*) podkladových aktiv. Objevují se názory, že automatické vyloučení syntetických sekuritizací z kategorie JTS je chyba. Například Jiří Król správně argumentuje, že syntetické sekuritizace jsou výrazně jednodušší formou sekuritizace SME úvěrů než *true sale* sekuritizace, přičemž to odůvodňuje mj. i tím, že se banky často nechtějí těchto úvěrů zcela zbavit ve prospěch SJSÚ, například kvůli zachování klientských vztahů s lokálními podniky.⁸⁷

Zde je třeba podotknout, že Komise se v předloženém návrhu staví kladně⁸⁸ k možnosti do budoucna rozšířit kategorii JTS i na některé kvalifikované syntetické sekuritizace, a to ve chvíli, kdy bude panovat shoda nad vymezením vhodných kritérií.⁸⁹ V této souvislosti se ale zároveň objevují hlasy kritizující vůbec připuštění této možnosti.⁹⁰ V tomto směru argumentují převážně tím, že kde u *true sale* sekuritizací banka prodává podkladové úvěry investorům, u syntetických sekuritizací si od investorů kupuje svým

⁸⁶ ANTONIADES, Adonis, TARASHEV, Nikola. *Securitisations: tranching concentrates uncertainty*. BIS Quarterly Review, Prosinec 2014, str. 37-38

⁸⁷ KRÓL, Jiří. *Regulace sekuritizace: promarněná příležitost?* Bankovníctví 3/2016, str.24-25

⁸⁸ Původní varianta po konzultaci s EBA tuto možnost zcela vylučovala, s ohledem na absenci jasných kritérií, ale v důsledku lobbingu některých zájmových skupin Komise změnila názor.

⁸⁹ viz návrh nařízení Evropského parlamentu a Rady COM(2015) 472 final ze dne 30.9.2015, kterým se stanoví společná pravidla pro sekuritizaci a vytváří se evropský rámec pro jednoduchou, transparentní a standardizovanou sekuritizaci a kterým se mění směrnice 2009/65/ES, 2009/138/ES, 2011/61/EU a nařízení (ES) č. 1060/2009 a (EU) č. 648/2012, str. 15-16

⁹⁰ viz např. COMMAIN, Sebastien. *The securitisation regulation: missing the target?* College of Europe Policy Brief No. 16, Říjen 2016; nebo FINANCE WATCH. *op.cit.*

způsobem „pojištění“ pro případ selhání podkladových aktiv, a to prostřednictvím derivátového kontraktu (nejčastěji je používán *credit default swap*). Za prvé je tedy pochybné, jestli lze v případě syntetických sekuritizací vůbec hovořit o způsobu (re)financování. Za druhé, a to je v tomto případě zásadní, syntetická sekuritizace sice přenesla úvěrové riziko podkladových aktiv z rozvahy banky, ale nahradí jej úvěrovým rizikem protistrany. Další potenciální riziko leží v tom, že syntetické sekuritizace jsou v zásadě finančními „sázkami“ na budoucnost předmětných podkladových aktiv. Díky tomu, že nedochází k žádnému převodu těchto podkladových aktiv, lze uzavřít teoreticky neomezené množství takovýchto sázek, a to včetně sázek nejen na budoucnost daných podkladových aktiv, ale i na výsledek předchozích sázek. Tím se multiplikuje řetězec kontraktů odvislých od původních podkladových aktiv a v případě jejich selhání se násobí i dopad jejich ztrát.⁹¹

1.4.3 (Nedostatečný) dohled?

Každá regulace, má-li být efektivní, vyžaduje pro své fungování účinné dohledové a sankční mechanismy. Předkládaný návrh předpokládá, že za dohled nad dodržováním regulace sekuritizace, a to včetně plnění kritérií pro JTS sekuritace, jakož i za případné sankce za nedodržení, budou odpovědné příslušné národní orgány členských států Unie. Na úrovni EU budou jejich aktivity koordinovat ne jeden, ale hned tři instituce – EBA, EIOPA a ESMA. Ačkoli použití modelu spolupráce jednotlivých sektorových orgánů dohledu může mít své výhody v tom smyslu, že každý ze zmíněných dohledových orgánů má odbornost ve vztahu k dílčím částem sekuritizační transakce a zároveň tradičně vykonává dohled nad některými zúčastněnými aktéry, takovéto rozdělování kompetencí může být v praxi komplikované a vést k sub-optimálním výsledkům z důvodu složité koordinace a komunikace.⁹² Lze se proto domnívat, že dohled nad všemi kroky sekuritizační transakce vyžaduje holistický přístup, který by monitoroval všechny zúčastněné aktéry a transakci jako celek.

V daném případě otázka souvisí i s celkovým přístupem k dohledu na úrovni EU. Véron a Wolff se kupříkladu pozastavují nad tím, že by si iniciativa Unie kapitálových trhů klade za cíl poskytnout alternativní zdroje financování cestou kapitálových trhů,

⁹¹ Velmi názorně je tento multiplikační efekt syntetických CDOs vysvětlen ve filmu *The Big Short* (2015), který v české distribuci vyšel pod názvem *Sázka na nejistotu*. Scéna, která se tomuto věnuje, je k dispozici ke zhlédnutí i na kanále youtube.com, a to zde: <https://www.youtube.com/watch?v=A25EUhZGBws>

⁹² viz COMMAIN, Sebastien. *op.cit.*

nepřináší s sebou lepší a efektivnější dohled v této oblasti.⁹³ Je-li cílem této iniciativy vytvoření fungujícího, celoevropského kapitálového trhu, neobejde se to pravděpodobně bez posílení pravomocí ESMA. U trhu se sekuritizačními nástroji to pak platí dvojnásob. Rozvoj evropského trhu se sekuritizačními nástroji, jehož součástí mají být i přeshraniční sekuritizace, si pravděpodobně vyžádá víc než jen koordinaci mezi současnými orgány dohledu. Jiná otázka samozřejmě je, nakolik je v současné situaci vytvoření plnohodnotného evropského orgánu dohledu nad kapitálovým trhem politicky průchozí.⁹⁴

1.4.4 JTS sekuritizace a financování SME

Základní předpoklad, který je zároveň jedním z důvodů proč Komise podporuje oživení trhu se sekuritizovanými úvěry je, že sekuritizace poskytuje efektivní nástroj pro přenesení rizika z rozvah bank a současně tak přináší možnost snížit související zdroje nutné k pokrytí požadavků na kapitálovou přiměřenost. Komise dále předpokládá, že díky tomu banky použijí uvolněný kapitál k poskytování nových úvěrů, a to především směrem k SME, což bude mít pozitivní dopad na evropskou ekonomiku.⁹⁵

I při velmi optimistickém scénáři nicméně neexistuje žádná záruka, že tímto způsobem dojde k přirozenému přesunu peněžních prostředků získaných prostřednictvím kapitálových trhů do reálné ekonomiky za účelem podpory udržitelného růstu. Není vůbec samozřejmé, že se banky rozhodnou využít uvolněný kapitál k poskytování dalších úvěrů, tím méně pak do úvěrů pro SME. Banky, ostatně jako každý racionální investor, alokují volné peněžní prostředky do aktivit, které jim přinesou nejvyšší výnos při zachování co nejnižšího rizika. Tradičně, tím spíše v době nízkých úrokových sazeb a dlouhodobého nadbytku likvidity na trhu, není financování SME pro banky tak ziskový segment, jako třeba financování velkých podniků nebo domácností.

To se ostatně odráží i ve struktuře evropského trhu se sekuritizacemi. Jak vyplývá z průzkumu EBA z roku 2013, cenné papíry zajištěné hypotékami pro domácnosti (RMBS) tvořily 59 % celého trhu se sekuritizovanými aktivy, kdežto SME CLOs

⁹³ VÉRON, Nicolas, WOLFF, Guntram. *Capital Markets Union: A vision for the long term*. Journal of Financial Regulation, Vol. 2, No. 1. 2016, str. 130-154

⁹⁴ viz COMMAIN, Sebastien. *op.cit.*

⁹⁵ viz návrh nařízení Evropského parlamentu a Rady COM(2015) 472 final ze dne 30.9.2015, kterým se stanoví společná pravidla pro sekuritizaci a vytváří se evropský rámec pro jednoduchou, transparentní a standardizovanou sekuritizaci a kterým se mění směrnice 2009/65/ES, 2009/138/ES, 2011/61/EU a nařízení (ES) č. 1060/2009 a (EU) č. 648/2012, str. 11-12

tvořily jen 8 %.⁹⁶ Důvod pro podstatně větší preferenci pro RMBS spočívá v jejich větší homogenitě, a rovněž lepší dostupnosti a snazší analyzovatelnosti souvisejících dat. Z toho důvodu je poměrně snazší shromáždit a analyzovat riziko souboru takových podkladových aktiv, a to v porovnání s úvěry pro SME, které jsou ze své podstaty méně homogenní než hypoteční úvěry a tedy i méně standardizovatelné, což zároveň znamená, že jsou i dražší a náročnější na monitoring a analýzu rizikovosti.

Bertay, Gong a Wagner ve své studii navíc ukazují, jak snadné sekuritizování hypotečních úvěrů pro domácnosti vede k pokřivení bankovního trhu s úvěry. Banky, s vědomím toho, že budou moci tyto úvěry snadno sekuritizovat a vyvést je tak ze své rozvahy, jsou vedeny k upřednostňování poskytování hypotečních úvěrů domácnostem, oproti a často na úkor financování např. SME. Uvedená studie v závěru ukazuje, že rozvoj trhu se sekuritizacemi může paradoxně vést k omezení nabídky financování pro SME na bankovním trhu.⁹⁷

Zkušenost z nedávné globální finanční krize by navíc měla být varováním. Jejím vypuknutí předcházela vysoká poptávka investorů po RMBS, čímž byly do trhu s realitami neustále pumpovány další a další peněžní prostředky, jejichž důsledkem bylo nafukování realitní bubliny nejen v USA, ale například i v Irsku a Španělsku. Byť v daném případě docházelo k přesunu peněžních prostředků z kapitálového trhu do reálné ekonomiky, čímž bylo zároveň dosaženo i ekonomického růstu, tento růst se ukázal jako krátkodobý a neudržitelný, neboť vedl k pokřivení trhu, neefektivní alokaci zdrojů a ztrátě konkurenceschopnosti v nejvíc zasažených ekonomikách.^{98 99}

Sekuritizace nepochybně hraje důležitou roli jako jedna z cest jak směřovat finanční prostředky z kapitálových trhů do reálné ekonomiky, a proto je důvodný zájem na tom, aby se trh se skuritizačními nástroji obnovil. Zkušenost minulé dekády zároveň ukazuje, jaká rizika s sebou sekuritizace přináší. Je proto důležité vytvořit stabilní regulační rámec, který zajistí minimalizaci rizik plynoucích ze sekuritizačních transakcí, přičemž ale nebude pro zúčastněné strany neúnosnou zátěží. Najít onu hranici nebude

⁹⁶ EUROPEAN BANKING AUTHORITY. *EBA report on qualifying securitisation. Response to the Commission's call for advice of January 2014 on long-term financing.* Dostupné na <https://www.eba.europa.eu/documents/10180/950548/EBA+report+on+qualifying+securitisation.pdf>, str. 10

⁹⁷ BERTRAY, Ata, GONG, Di., WAGNER, Wolf. *Securitisation and growth: the collateral matters.* VoxEU, 2. 11. 2015. Dostupné na: <http://www.voxeu.org/article/securitisation-and-growth-collateral-matters>.

⁹⁸ COMMAIN, Sebastien. *op.cit.*

⁹⁹ Jsem samozřejmě dalek toho tvrdit, že sekuritizace sama o sobě přímo vedla k neefektivní alokaci zdrojů a ztrátě konkurenceschopnosti v některých zasažených zemích, jako např. Španělsku. Nicméně v celém procesu hrála svou nezastupitelnou roli.

jednoduché, a byť lze v souvislosti s předloženým návrhem nového sekuritizačního rámce současnou snahu hodnotit jako krok kupředu, v mnoha ohledech se zdá, že vytyčeného cíle nedosáhne. Nezdá se totiž, že předkládaná úprava automaticky povede k vytyčenému cíli – totiž podpoře udržitelného ekonomického růstu, který zajistí rozvoj inovací a tvorbu nových pracovních míst.

2 FINANČNÍ CROWDFUNDING

2.1 ÚVOD DO CROWDFUNDINGU

S pojmem crowdfunding se lze ve finančním světě v posledních letech setkat stále častěji. Tento anglický pojem se skládá ze slov „*crowd*“, tedy dav, a dále „*funding*“, tedy financování, která společně vyjadřují věcnou podstatu tohoto výrazu, kterou lze do českého jazyka přeložit jako „*financování davem*“ nebo případně jako „*skupinové financování*“.¹⁰⁰ Velmi zjednodušeně se tedy jedná o způsob financování, kdy větší počet jednotlivců přispívá k cílové částce zpravidla menšími obnosy.

Získávání finančních prostředků od širší skupiny lidí je poměrně běžné a v jádru nepředstavuje zásadní novinku, a to ani z hlediska finančního trhu, ani z hlediska regulace. Nový je pak v případě crowdfundingu především způsob, jakým dochází k získávání finančních prostředků. Klíčovou roli zde hrají internetové crowdfundingové platformy, které propojují investory s vlastníky projektů poptávající financování. Tím, že s využitím online marketingu a sociálních sítí crowdfundingové platformy umožňují vlastníkům projektů nabízet a propagovat své projekty potenciálním investorům, nabízí možnost, jak při poměrně nízkých nákladech oslovit širokou škálu hlavně retailových investorů.

Za rozvojem crowdfundingu v průběhu poslední dekády stojí několik příčin: širší dostupnost technologických inovací, často označovaných jako Web 2.0, které s sebou přinesly webovou architekturu umožňující aktivní zapojení jednotlivců, a dále hospodářská krize. V jejím důsledku došlo v některých zemích ke zhoršení přístupu některých, především pak menších, podnikatelů a společností k bankovnímu financování, což vedlo k hledání alternativních způsobů financování. Současně vlivem nízkých úrokových sazeb vzrostla poptávka investorů po alternativních, a rizikovějších, způsobech financování, které slibovaly vyšší výnos.

Tento trend zaznamenala i Evropská komise, která vyhodnotila potenciál crowdfundingu stát se v dlouhodobém horizontu důležitým zdrojem financování SME,

¹⁰⁰ Na tomto místě přirozeně vyvstává otázka, jakým způsobem lze dostatečně výstižně přeložit anglický pojem *crowdfunding*. Jako nejvhodnější se pravděpodobně jeví termín „*skupinové financování*“, který je používán v české verzi dokumentů vydaných Evropskou komisí. Nicméně vzhledem k tomu, že původní anglický termín je již i v rámci běžného diskurzu natolik vžitý a rozšířený, se ho tato práce bude držet.

a zařadila ho tak mezi pilíře iniciativy Unie kapitálových trhů.¹⁰¹ Rychlý rozvoj tohoto způsobu alternativního financování s sebou však přináší celou řadu příležitostí, rizik, ale i právních otázek souvisejících s regulací. Právě těmto otázkám se věnuje tato kapitola.

2.1.1 Definice pojmu crowdfunding

Z důvodu velkého množství různých druhů a obchodních modelů crowdfundingu je obtížné tento pojem vymezit použitím jasné a univerzální definice. V literatuře se nicméně lze setkat s několika relevantními definicemi:

- (i) Evropská komise definuje crowdfunding jako *„otevřenou výzvu k financování konkrétního projektu, adresovanou veřejnosti typicky prostřednictvím internetu.“*¹⁰²
- (ii) Mezinárodní organizace sdružující komise pro cenné papíry (IOSCO) chápe crowdfunding jako *„zastřešující pojem popisující použití malých částek získaných od velkého počtu jednotlivců a organizací k financování projektu, půjčky a dalších potřeb prostřednictvím online internetové platformy.“*¹⁰³
- (iii) Americký regulátor Securities Exchange Commission (SEC) definuje crowdfunding jako *„rozvíjející se metodu získávání kapitálu, která byla použita mimo oblast cenných papírů k získávání finančních prostředků prostřednictvím internetu a to pro celou řadu projektů.“*¹⁰⁴
- (iv) Britský regulátor Financial Conduct Authority (FCA) pak definuje crowdfunding jako *„způsob, jakým lidé ... mohou získat finanční prostředky prostřednictvím online platformy za účelem financování nebo refinancování svých aktivit a podniků.“*¹⁰⁵

Obecnou podstatu crowdfundingu dle názoru autora nejlépe vystihuje definice použitá IOSCO. S ohledem na aktuální praxi nicméně nelze použití malých částek a velký počet

¹⁰¹ EUROPEAN PARLIAMENTARY RESEARCH SERVICE. *Crowdfunding in Europe, Introduction and state of play*. Briefing. PE 595.882, leden 2017

¹⁰² viz ESMA SECURITIES AND MARKETS STAKEHOLDER GROUP. *Position Paper „Crowdfunding“*, 10. 4. 2014, str. 2, dostupné na <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-smsg-010.pdf>

¹⁰³ *Ibid.*

¹⁰⁴ *Ibid.*

¹⁰⁵ viz FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY. *The FCA's regulatory approach to crowdfunding over the internet, and the promotion of non-readily realisable securities by other media*. Policy Statement P214/4. Březen 2014, str. 6, dostupné na <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps14-04.pdf>

jednotlivců nezbytně považovat za základní znaky. Za základní znaky crowdfundingu, společné všem výše uvedeným definicím, lze na druhou stranu považovat následující:¹⁰⁶

- (i) investoři poskytují peněžní prostředky, zpravidla menší částky;
- (ii) zprostředkování probíhá online;
- (iii) prostřednictvím online platformy, která zprostředkovává komunikaci mezi poskytovateli a příjemci finančních prostředků.

Výše uvedené základní znaky jsou společné všem způsobům crowdfundingového financování, přičemž konkrétní povaha a průběh se dále odvíjejí od toho, o jakou kategorii a obchodní model crowdfundingu se v daném případě jedná.

2.1.2 Kategorie a obchodní modely crowdfundingu

Pod crowdfunding spadá celá řada typů financování prostřednictvím různých obchodních modelů a právních forem. Základní typologii nastiňují ve svých studiích např. Evropská komise¹⁰⁷ a obdobně i IOSCO¹⁰⁸ a ESMA,¹⁰⁹ přičemž shodně používají hledisko ekonomické povahy poskytnutého protiplnění. V tomto smyslu lze v základní rovině identifikovat dvě větve, a to (i) nefinanční crowdfunding, jenž není předmětem této práce a bude tedy zmíněn jen okrajově, a (ii) finanční crowdfunding.

2.1.2.1 Nefinanční crowdfunding

Pod nefinanční crowdfunding, v angličtině označovaný též jako „*community crowdfunding*“, případně „*crowd sponsoring*“, spadají všechny formy poskytování peněžních příspěvků, u kterých jejich poskytovatel neočekává bezprostřední finanční návratnost, resp. protiplnění s hodnotou vyšší, než je hodnota poskytovaného plnění.

Crowdfunding založený na darování

Tradiční, a v České republice i poměrně rozšířenou formou je v tomto směru crowdfunding založený na darování (*donation-based crowdfunding*), který je nejčastěji využíván pro získávání finančních prostředků zpravidla na dobročinné či jinak veřejně

¹⁰⁶ viz ESMA SECURITIES AND MARKETS STAKEHOLDER GROUP. *Position Paper „Crowdfunding“*, op.cit., str. 2

¹⁰⁷ EVROPSKÁ KOMISE: *Sdělení Komise Evropskému Parlamentu, radě, Evropskému hospodářskému a sociálnímu výboru a výboru regionů: Uvolnění potenciálu skupinového financování v Evropské unii*. COM(2014) 172 final, 2. 4. 2014, dostupné na <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/PDF/?uri=CELEX:52014DC0172&from=CS>

¹⁰⁸ KIRBY, Eleanor, WORNER, Shane. *Crowd-funding: an infant industry growing fast*. Staff working paper of the IOSCO Research Department, 2014, str. 8

¹⁰⁹ ESMA SECURITIES AND MARKETS STAKEHOLDER GROUP. *Position Paper „Crowdfunding“*, op.cit., str. 2

prospěšné účely,¹¹⁰ a při němž poskytovatel peněžního příspěvku neočekává od příjemce žádnou bezprostřední protihodnotu či službu.¹¹¹ Právní vztah, na základě které poskytovatel poskytuje finanční prostředky, má zpravidla formu darovací smlouvy.¹¹²

Crowdfunding založený na odměnách

Celosvětově nejúspěšnější je pak model založený na poskytnutí protiplnění ve formě nepeněžních odměn (*reward-based crowdfunding*).¹¹³ Crowdfunding založený na odměnách se nejčastěji používá pro financování uměleckých či kreativně zaměřených projektů, vývoje technicky inovativních produktů, či za účelem podpory konkrétních komunit. Tento model má velký přínos pro rozvoj inovací a podporu nových myšlenek, které by mnohdy byly obtížně realizovatelné při financování z tradičních zdrojů.¹¹⁴

Po úspěšné realizaci pak přispěvatelé získají odměnu nejčastěji ve formě realizovaného produktu nebo služby, a to buď zdarma nebo se slevou, či jiné výhody související s realizovaným projektem. Právním základem zde může být jak smlouva darovací, tak i smlouva kupní či smlouva o poskytnutí určité služby, případně jejich kombinace.

Mezi nejznámější mezinárodní platformy crowdfundingu založeného na odměnách patří beze sporu již dříve zmíněný *Kickstarter*, dále pak *Indiegogo*, *Fundable* a další. V českém prostředí je tento model zastoupen více než desítkou platforem v čele s platformami *HitHit* a *Startovač*.

¹¹⁰ Je třeba mít na paměti, že ne každé darování prostřednictvím sbírky lze podřadit pod pojem crowdfunding – pro to je třeba naplnění třech výše uvedených základních znaků.

¹¹¹ viz EVROPSKÁ KOMISE: *Sdělení Komise Evropskému Parlamentu, radě, Evropskému hospodářskému a sociálnímu výboru a výboru regionů: Uvolnění potenciálu skupinového financování v Evropské unii*. *op.cit.*; případně též HUSTÁK, Zdeněk. *Crowdfunding – nové příležitosti a regulační implikace*. Biatec 23(5), 2015, str. 19

¹¹² V souvislosti s crowdfundingem založeným na darování je třeba zmínit i související právní úpravu veřejných sbírek, upravenou zákonem č. 117/2001 Sb., o veřejných sbírkách, ve znění pozdějších předpisů. Veřejná sbírka je v § 1 tohoto zákona definována jako získávání a shromažďování dobrovolných peněžitých příspěvků od předem neurčeného okruhu přispěvatelů pro předem stanovený veřejně prospěšný účel. V případě, že by konkrétní crowdfundingový projekt naplnil definici veřejné sbírky, musel by se řídit právní úpravou tohoto zákona, především pak povinností písemně oznámit konání takové sbírky příslušnému krajskému úřadu.

¹¹³ JIŘINOVÁ, Kateřina. *Crowdfunding a jeho druhy*. Bankovníctví 2015(3), 2015, str. 34

¹¹⁴ HUSTÁK, Zdeněk, *op.cit.*, str. 19

2.1.2.2 Finanční crowdfunding

Finanční crowdfunding naopak zahrnuje všechny formy poskytování peněžních příspěvků, u nichž poskytovatel očekává finanční návratnost.¹¹⁵ Zde rozlišujeme následující dva hlavní modely:

(i) Úvěrový crowdfunding

Úvěrový crowdfunding (debt/lending-based crowdfunding) nebo též *skupinové úvěrování* je založen na tom, že peněžní prostředky jsou investory – zde označovanými jako věřitelé¹¹⁶ - poskytovány na základě smlouvy o úvěru,¹¹⁷ přičemž poskytnutím úvěru vzniká vlastníku projektu – zde označovaném jako dlužník – závazek poskytnuté peněžní prostředky vrátit a zaplatit úroky. Každý věřitel si sám určí, jakou částku poskytne konkrétnímu dlužníkovi či projektu. V případě, že věřitelé takto poskytují úvěr fyzickým osobám, je tento model častěji označován jako *peer-to-peer lending (P2P lending)*, a v případě, kdy úvěrující poskytují úvěr podnikatelům, hovoříme o *peer-to-business lending (P2B lending)*.

V současnosti se lze setkat se dvěma hlavními modely úvěrového crowdfundingu:

(i) model přímého úvěrování

V případě přímého úvěrování se jedná o původní a ryzí model úvěrového crowdfundingu, ve kterém právní vztah vzniká přímo mezi investorem jako věřitelem, a dlužníkem, přičemž platforma zastává pouze roli zprostředkovatele a není tedy stranou úvěrové smlouvy.

(ii) model nepřímého úvěrování

U nepřímého úvěrování naopak nevzniká přímý vztah mezi investorem a dlužníkem, nýbrž smlouvu o úvěru uzavře s dlužníkem samotná platforma, která na druhé straně současně uzavře smlouvu o participaci na úvěru s investorem. Touto smlouvou se investor zavazuje poskytnout platformě peněžní prostředky odpovídající výši úvěru poskytovaného platformou dlužníkovi, zatímco platforma se zavazuje vrátit investorovi peněžní prostředky odpovídající jistíně splacené a úrokům zaplaceným dlužníkem, samozřejmě po odečtení sjednané odměny pro

¹¹⁵ ESMA SECURITIES AND MARKETS STAKEHOLDER GROUP. *Position Paper „Crowdfunding“*, *op.cit.*, str. 2

¹¹⁶ Označení věřitel-dlužník je zde a dále použito v obecném závazkovém smyslu při plném vědomí toho, že označení stran smlouvy o úvěru je úvěrující a úvěrovaný, a v případě zápůjčky se jedná o zapůjčitele a vydlužitele.

¹¹⁷ V praxi nelze vyloučit, byť se bude pravděpodobně jednat o ojedinělé případy, též použití smlouvy o zápůjčce.

platformu. Nadto zpravidla dojde k uzavření smlouvy o platebních službách mezi platformou a investorem, na základě které platforma obhospodařuje související platební transakce.

P2P platformy se nejdříve rozšířily v USA a ve Velké Británii, přičemž zpočátku byl jejich koncept skutečně zaměřen na propojování konkrétních žadatelů o úvěr s konkrétními drobnými investory – ostatně odtud anglické označení „peers“, odkazující na rovnost či rovné postavení. S postupným rozmachem popularity P2P se tento původní koncept nicméně postupně začal vytrácet, neboť P2P platformy začaly být využívány i institucionálními investory, a to včetně některých bank.¹¹⁸ Jak dodává Helena Zavázalova, v dnešní době jsou P2P platformy mnohdy „blíže podobě půjčkového supermarketu s velkododavateli, než farmářskému trhu s osobním přístupem a produkty přímo od sedláka.“¹¹⁹

Mezi celosvětově nejznámější platformy úvěrového crowdfundingu patří *LendingClub* a *Prosper*, na našem trhu jsou pak známé především platformy *Zonky* a *Bankerat*.

(ii) Investiční crowdfunding

Investiční crowdfunding (*investment crowdfunding*) představuje model zprostředkovávající investice do konkrétních projektů a to formou cenných papírů (*securities-based crowdfunding*), přičemž nejčastěji se jedná o investici do dluhových cenných papírů vydaných danou společností, nebo prostřednictvím nabytí menšího podílu na obchodní společnosti (*equity-based crowdfunding*). Společnost může rovněž nabídnout i cenný papír kombinující vlastnosti dluhového a účastnického cenného papíru, případně může místo účasti na společnosti nabídnout např. podíl na jejím budoucím zisku či tržbách, zpravidla odvislých od budoucího zisku z financovaného projektu.¹²⁰

Obdobně jako u úvěrového crowdfundingu i zde lze transakci strukturovat jako přímou i nepřímou investici. V případě nepřímé investice cenné papíry vydané vlastníkem projektu, případně jinou účast v projektu, nabyde nejprve jednotka pro speciální účel, která je pro konkrétní projekt založena crowdfundingovou platformou, přičemž tato

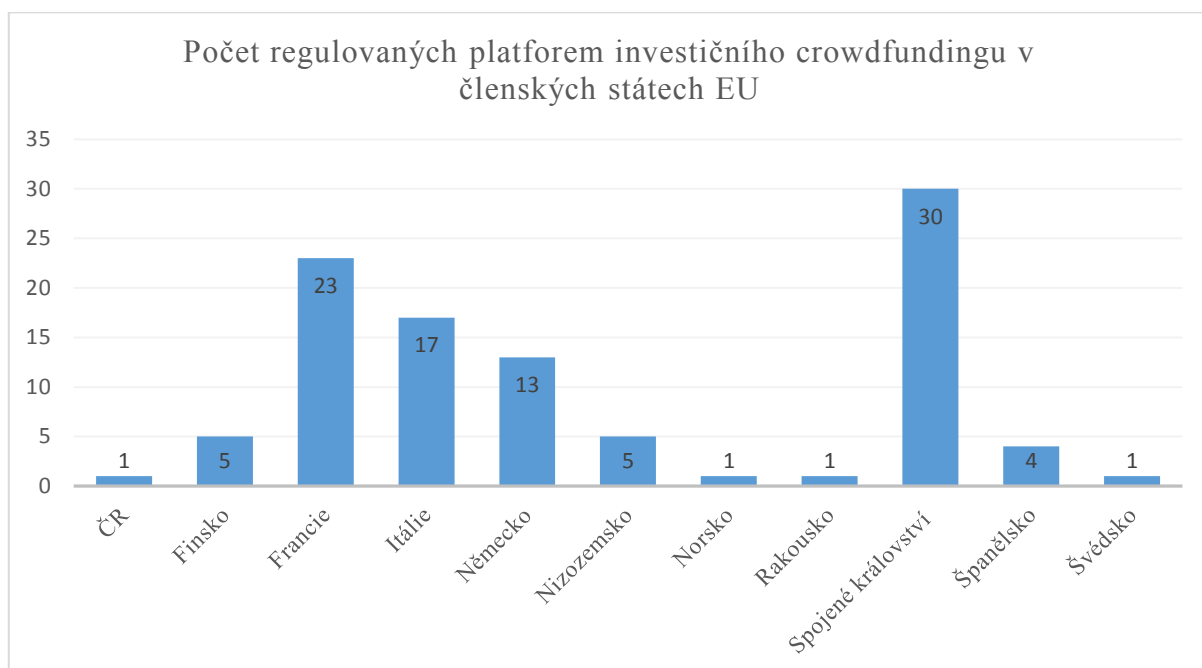
¹¹⁸ ZAVÁZALOVÁ, Helena. *P2P platformy – riskantní ale alternativní*. *Bankovníctví* 2015(3), 2015, str. 32

¹¹⁹ *Ibid.*

¹²⁰ ZAHŘÁNKOVÁ, Jana. *Finanční crowdfunding*. Rigorózní práce, Právnická fakulta Masarykovy univerzity, 2016, str. 9

jednotka následně vydá cenné papíry, které nabídne investorům.¹²¹ V praxi se objevil i model, v rámci něhož platforma nabízí investici nejen do projektů samotných, ale i do fondu kolektivního investování, který následně investuje do celé řady projektů.

Podle údajů shromážděných ESMA na konci roku 2016, v rámci EU funguje celkem 99 regulovaných platform investičního crowdfundingu. Následující tabulka ilustruje počty platform v jednotlivých členských státech.¹²²



Mezi nejpopulárnější modely patří zprostředkování investic do podílů (v celkem 53 případech) a do dluhových nástrojů (21 případů).¹²³

Mezi celosvětově nejznámější platformy investičního crowdfundingu patří *Crowdcube*, na našem trhu se v současnosti vyskytuje pouze jeden zástupce – *Fundlift*.

2.1.3 Aktéři a jejich role

Finanční crowdfunding zpravidla zahrnuje tři strany: vlastníka projektu jako stranu poptávající financování, dále crowdfundingovou platformu, která zastává pozici

¹²¹ ESMA. *Advice: Investment-based crowdfunding*. 18. 12. 2014, str. 10, dostupné na https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1560_advice_on_investment-based_crowdfunding.pdf

¹²² zdroj dat viz ESMA. *Response to the Commission Consultation Document on Capital Markets Union Mid-Term Review 2017*. ESMA 31-68-147, 4.4.2017, str. 12, dostupné na https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma31-68-147_esma_response_to_cmu_mid-term_review.pdf

¹²³ *Ibid.*

prostředníka mezi vlastníkem projektu a investory, a konečně též samotné investory, kteří do projektu investují.¹²⁴

2.1.3.1 Role crowdfundingové platformy

Hlavním úkolem crowdfundingové platformy je propojit vlastníky projektů s potenciálními investory a zprostředkovat investici. Za tuto službu si platforma v případě úspěšného dosažení cílové částky účtuje od vlastníka projektu odměnu, zpravidla v podobě a ve výši několika procent z financované částky.

Mimo to platformy mohou nabízet i další služby, které jsou často zpoplatněny nad rámec výše uvedené odměny. Vlastníkům projektů tak platforma může nabídnout například pomoc při přípravě nabídky, právní poradenství v souvislosti s přípravou emise cenných papírů, případně může platforma fungovat jako agent emise a vést majetkové účty a účty cenných papírů.

Ve vztahu k investorům mohou platformy, krom služby zpřístupnění informací o nabídkách a předávání rozhodnutí investorů investovat do zvoleného projektu, nabízet i hodnocení projektu a schopnosti dlužníka splácet, provedení předchozí hloubkové prověrky (*due diligence*), a další. Rozsah poskytovaných informací, míra, do jaké se na ně může investor spolehnout a ochota platformy ručit za takové informace se u jednotlivých platforem nicméně rozcházejí.¹²⁵

Samostatnou otázkou, významnou především z regulačních důvodů, je pak problematika nakládání s peněžními prostředky. U některých platforem se lze setkat s modelem, kdy platforma sama zřizuje a vede klientské majetkové účty a případně účty cenných papírů. V takovém případě se ale jedná o regulovanou aktivitu vyžadující získání povolení. V praxi rozšířenější je nicméně model, v rámci kterého platforma sama neshromažďuje a nenakládá s peněžními prostředky investorů, ale využívá k tomu služeb třetích stran.¹²⁶

2.1.4 **Výhody a rizika související s crowdfundingem**

Výhoda pro vlastníky mnohdy spočívá v samotném přístupu k financování i pro projekty, které by tradičním financováním nebyly financovatelné, nebo pouze obtížně, či částečně. V porovnání s bankovním financováním nebo financováním

¹²⁴ ESMA. *Advice: Investment-based crowdfunding. op.cit.*, str. 7

¹²⁵ ESMA. *Advice: Investment-based crowdfunding. op.cit.*, str. 9

¹²⁶ ESMA. *Advice: Investment-based crowdfunding. op.cit.*, str. 10

prostřednictvím fondů rizikového kapitálu, mají vlastníci projektů v crowdfundingu větší kontrolu nad podmínkami, za jakých financování obdrží. Crowdfunding plní zároveň i důležitou marketingovou funkci, která umožňuje vlastníkům projektů svůj projekt efektivně propagovat, zjistit zpětnou vazbu trhu, a v případě velkého zájmu investorů použít tuto skutečnost jako páku v dalších kolech financování.

Z pohledu investora se jedná o zajímavou příležitost, jak investovat již od velmi malých částek s potenciálně vysokým výnosem. Často navíc investoři finančně podporují společnosti, projekty nebo produkty, ke kterým je váže emoční vazba. To s sebou nicméně nese i riziko, že investor správně neodhadne rizika související s danou investicí. Souvisejících rizik totiž existuje celá řada. Mezi ty nejzásadnější z pohledu investora patří (i) kreditní riziko protistrany, (ii) riziko podvodu, které je umocněné anonymitou online prostředí, (iii) právní riziko, (iv) informační riziko, (v) provozní riziko na straně platformy, a (vi) v případě investičního crowdfundingu též riziko likvidity v důsledku absence fungujícího sekundárního trhu.¹²⁷

2.2 PRÁVNÍ REGULACE FINANČNÍHO CROWDFUNDINGU

2.2.1 Právní úprava crowdfundingu a přístupy k jeho regulaci

Evropská komise ve svém sdělení *Uvolnění potenciálu skupinového financování v Evropské unii* z roku 2014 poznamenává, že členské státy se s úpravou crowdfundingu v principu vypořádávají dvěma způsoby: státy jako Německo, Nizozemsko a Belgie se přiklonily k tvorbě obecných pokynů týkajících se právní úpravy crowdfundingu; druhá skupina, do které patří například Itálie, Francie, a Velká Británie, přijala speciální právní úpravu crowdfundingu.¹²⁸

Krom národní legislativy může být crowdfunding, v závislosti na zvoleném modelu, regulován také právem EU. Vzhledem k tomu, že v tuto chvíli chybí na evropské úrovni jasný a komplexní regulační rámec pro crowdfunding, není přístup k jednotlivým obchodním modelům crowdfundingu na evropské úrovni harmonizován.

¹²⁷ EBA. *Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding*. 26. 2. 2015, str. 13, dostupné na [https://www.eba.europa.eu/documents/10180/983359/EBA-Op-2015-03+\(EBA+Opinion+on+lending+based+Crowdfunding\).pdf](https://www.eba.europa.eu/documents/10180/983359/EBA-Op-2015-03+(EBA+Opinion+on+lending+based+Crowdfunding).pdf)

¹²⁸ EVROPSKÁ KOMISE: *Sdělení Komise Evropskému Parlamentu, radě, Evropskému hospodářskému a sociálnímu výboru a výboru regionů: Uvolnění potenciálu skupinového financování v Evropské unii. op.cit.*

Jak vyplývá ze stanovisek EBA¹²⁹ a ESMA¹³⁰ ohledně crowdfundingu, crowdfundingová platforma a související aktivity mohou podléhat celé řadě směrnic a nařízení EU. Mezi ty nejdůležitější patří především následující právní předpisy EU:

(i) **Obecná regulace crowdfundingu** (aplikovatelná na všechny modely finančního crowdfundingu)

- směrnice o platebních službách (PSD),¹³¹ která bude v lednu 2018 nahrazena novou směrnicí o platebních službách (PSD II);¹³²
- směrnice o ochraně fyzických osob v souvislosti se zpracováním osobních údajů a o volném pohybu těchto údajů,¹³³ která bude v květnu 2018 nahrazena nařízením o ochraně osobních údajů (GDPR);¹³⁴
- směrnice o uvádění finančních služeb pro spotřebitele na trh na dálku;¹³⁵
a
- směrnice o předcházení praní peněz a financování terorismu (AMLD),¹³⁶ která má být novelizována návrhem přijatým pod označením COM/2016/0450 final.¹³⁷

(ii) **Regulace úvěrového crowdfundingu**

- ve vztahu k úvěrovým crowdfundingovým platformám poskytujícím spotřebitelské úvěry směrnice o smlouvách o spotřebitelském úvěru¹³⁸ a případně směrnice o smlouvách o spotřebitelském úvěru na nemovitosti určené k bydlení;¹³⁹ a

¹²⁹ EBA. *Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding. op.cit.*

¹³⁰ ESMA. *Advice: Investment-based crowdfunding. op.cit.*

¹³¹ 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, 2005/60/ES a 2006/48/ES a zrušuje směrnice 97/5/ES

¹³² Směrnice Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 2015/2366 ze dne 25. listopadu 2015 o platebních službách na vnitřním trhu, kterou se mění směrnice 2002/65/ES, 2009/110/ES a 2013/36/EU a nařízení (EU) č. 1093/2010 a zrušuje směrnice 2007/64/ES

¹³³ Směrnice Evropského parlamentu a Rady č. 95/46/ES ze dne 24. října 1995 o ochraně fyzických osob v souvislosti se zpracováním osobních údajů a o volném pohybu těchto údajů

¹³⁴ Nařízení Evropského parlamentu a Rady (ES) č. 2016/679 ze dne 27. dubna 2016 o ochraně fyzických osob v souvislosti se zpracováním osobních údajů a o volném pohybu těchto údajů a o zrušení směrnice 95/46/ES

¹³⁵ Směrnice Evropského parlamentu a Rady č. 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

¹³⁶ 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

¹³⁷ Návrh směrnice Evropského parlamentu a Rady, kterým se mění směrnice (EU) 2015/849 o předcházení využívání finančního systému k praní peněz nebo financování terorismu a směrnice 2009/101/ES

¹³⁸ Směrnice Evropského parlamentu a Rady č. 2008/48/ES ze dne 23. dubna 2008 o smlouvách o spotřebitelském úvěru a o zrušení směrnice Rady 87/102/EHS

¹³⁹ 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 směrnice 2008/48/ES a 2013/36/EU a nařízení (EU) č. 1093/2010

- ve vztahu k úvěrovým institucím směrnice o přístupu k činnosti úvěrových institucí (CRD IV)¹⁴⁰ a nařízení o obezřetnostních požadavcích (CRR).¹⁴¹

(iii) Regulace investičního crowdfundingu

- směrnice o prospektu,¹⁴² která bude v průběhu roku 2019 nahrazena nařízením o prospektu (PR3);
- ve vztahu k investičním službám poskytovaným platformami investičního crowdfundingu směrnice o trzích finančních nástrojů (MiFID),¹⁴³ která bude 3. ledna 2018 nahrazena novou směrnicí o trzích finančních nástrojů (MiFID II)¹⁴⁴ a nařízením o trzích finančních nástrojů (MiFIR);¹⁴⁵ a
- ve vztahu ke kolektivnímu investování směrnice o správcích alternativních investičních fondů (AIFMD),¹⁴⁶ případně za jistých okolností též nařízení PRIIPS.¹⁴⁷

Podobně jako na evropské úrovni, ani v ČR v současnosti neexistuje specifická právní úprava crowdfundingu. Je tak třeba vyjít z vícera právních předpisů, které se na crowdfunding, v závislosti na konkrétním obchodním modelu, mohou uplatit. Jako klíčové lze identifikovat především následující právní předpisy:

- zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu (ZPKT) a související prováděcí vyhlášky;

¹⁴⁰ Směrnice Evropského parlamentu a Rady č. 2013/36/EU ze dne 26. června 2013 o přístupu k činnosti úvěrových institucí a o obezřetnostním dohledu nad úvěrovými institucemi a investičními podniky, o změně směrnice 2002/87/ES a zrušení směrnice 2006/48/ES a 2002/49/ES

¹⁴¹ Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 575/2013 ze dne 26. června 2013 o obezřetnostních požadavcích na úvěrové instituce a investiční podniky a o změně nařízení EU č. 648/2012

¹⁴² 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, ve znění směrnice Evropského parlamentu a Rady 2010/73/EU ze dne 24. listopadu 2010, kterou se mění směrnice 2003/71/ES o prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování, a směrnice 2004/109/ES o harmonizaci požadavků na průhlednost týkajících se informací o emitentech, jejichž cenné papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu

¹⁴³ 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

¹⁴⁴ 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

¹⁴⁵ Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 600/2014 ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně nařízení (EU) č. 648/2012

¹⁴⁶ 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 (EU) č. 1060/2009 a (EU) č. 1095/2010

¹⁴⁷ Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 1286/2014 ze dne 26. listopadu 2014 o sdělení klíčových informací týkajících se strukturovaných retailových investičních produktů a pojistných produktů s investiční složkou

- zákon č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech (ZISIF) (v případě použití modelu zprostředkujícím nepřímé investice formou kolektivního investování);
- zákon č. 284/2009 Sb., o platebním styku, a související prováděcí vyhlášky (ZPS) (v případě, že platforma poskytuje platební služby);
- zákon č. 257/2016 Sb., o spotřebitelském úvěru, a související prováděcí vyhlášky (v případě, že platforma poskytuje spotřebitelské úvěry)
- zákon č. 253/2008 Sb., o některých opatřeních proti legalizaci výnosů z trestné činnosti a financování terorismu (AML);
- zákon č. 229/2002 Sb., o finančním arbitrovi;
- zákon č. 480/2004 Sb., o některých službách finanční společnosti;
- zákon č. 101/2000 Sb., o ochraně osobních údajů.

S ohledem na omezený rozsah této práce budou dále podrobněji analyzovány vybrané otázky související jen s některými z výše uvedených právních předpisů.

2.2.2 Právní regulace úvěrového crowdfundingu

2.2.2.1 Právní regulace na úrovni EU

Činnost platformy úvěrového crowdfundingu zpravidla zahrnuje tři hlavní aktivity: (i) zprostředkování úvěru, (ii) nakládání s peněžními prostředky, a (iii) vymáhání dluhu.

Z regulatorního hlediska je stěžejní nakládání s peněžními prostředky, které je zpravidla přítomno u všech typů, tedy nejen úvěrového, crowdfundingu. Obecně lze mezi crowdfundingovými platformami identifikovat následující tři modely nakládání s peněžními prostředky:¹⁴⁸

- (a) platforma využívá k nakládání s peněžními prostředky externího poskytovatele peněžních služeb;
- (b) platforma je majitelem peněžního účtu u poskytovatele platebních služeb, přes který jsou přesouvány peněžní prostředky od investorů k vlastníkům projektů a naopak;
- (c) platforma je sama současně poskytovatelem platebních služeb a transakce mezi investory a vlastníky projektů zajišťuje sama.

¹⁴⁸ viz EBA. *Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding. op.cit.*, str. 10

Platforma je poskytovatelem platebních služeb v případě, že poskytuje zejména některou z následujících služeb:

- služby umožňující vložení a výběr hotovosti na a z platebního účtu a operace s provozem platebního účtu související;¹⁴⁹
- provádění platebních transakcí;¹⁵⁰
- vydávání nebo pořizování platebních prostředků;¹⁵¹ a
- poukazování peněz.¹⁵²

V případě, že platforma poskytuje některou z výše uvedených platebních služeb a nemůže uplatnit některou z výjimek, potřebuje ke své činnosti povolení pro platební instituce podle směrnice o platebních službách. Platební instituce je právnická osoba s povolením podle PSD poskytovat a provádět platební služby v rámci EU, přičemž se jedná o poskytovatele platebních služeb, který není povolen jako úvěrová instituce nebo instituce elektronických peněz.¹⁵³

PSD se podle čl. 1 odst. 2 uplatní „*v souvislosti s poskytováním platebních služeb jakožto pravidelnou činností při výkonu povolání nebo podnikatelské činnosti,*“ přičemž podle důvodu č. 6 v preambuli směrnice by její použití „*mělo být omezeno na poskytovatele platebních služeb, jejichž hlavní činnost spočívá v poskytování platebních služeb uživatelům platebních služeb.*“ Dále bohužel ve směrnici není rozvedena definice *hlavní* ani *pravidelné* činnosti, v důsledku čehož není snadné určit, v jakém rozsahu se směrnice uplatní na činnost crowdfundingových platforem. Lze se totiž domnívat, že poskytování platebních služeb sice může představovat pravidelnou, ale zpravidla ne hlavní činnost crowdfundingové platformy.¹⁵⁴ V takovém případě by se charakter činnosti musel pravděpodobně posuzovat s ohledem na konkrétní obchodní model dané platformy, přičemž ale hrozí, že nejednotný výklad povede v různých členských státech k odlišným regulatorním přístupům. PSD2 tuto

¹⁴⁹ Odst. 1 a 2 Přílohy 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, 2005/60/ES a 2006/48/ES a zrušuje směrnice 97/5/ES

¹⁵⁰ Odst. 3 Přílohy 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, 2005/60/ES a 2006/48/ES a zrušuje směrnice 97/5/ES

¹⁵¹ Odst. 5 Přílohy 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, 2005/60/ES a 2006/48/ES a zrušuje směrnice 97/5/ES

¹⁵² Odst. 6 Přílohy 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, 2005/60/ES a 2006/48/ES a zrušuje směrnice 97/5/ES

¹⁵³ Čl. 4 odst. 4 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, 2005/60/ES a 2006/48/ES a zrušuje směrnice 97/5/ES

¹⁵⁴ viz EBA. *Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding. op.cit.*, str. 29

nejasnost částečně řeší, když nadále nepoužívá rozlišení na *hlavní* a *pravidelnou* činnost, ale drží se výhradně pojmu *pravidelná činnost*.

Crowdfundová platforma by mohla uplatnit také některou z výjimek z působnosti PSD podle čl. 3, přičemž jako relevantní se mohou jevit obzvláště následující výjimky:

- (i) *platební transakce od plátce k příjemci uskutečněné prostřednictvím obchodního zástupce oprávněného ke sjednávání nebo uzavírání obchodů spočívajících v prodeji nebo nákupu zboží nebo služeb jménem plátce či příjemce*¹⁵⁵

Lze argumentovat, že v rámci některých obchodních modelů platforma vystupuje v roli obchodního zástupce, který sjednává nebo uzavírá obchod jménem plátce či příjemce, a prostřednictvím kterého probíhá platební transakce. V této otázce nicméně mezi členskými státy nepanuje shoda. Jak poznamenává EBA ve svém stanovisku, některé státy totiž vylučují aplikaci této výjimky na crowdfundingové platformy s ohledem na to, že platforma jedná jako zástupce obou stran, a to bez možnosti vyjednat nebo uzavřít smlouvu o prodeji nebo nákupu zboží a služeb.¹⁵⁶ Za pravdu tomuto názorovému proudu dává i nová úprava v PSD2, podle které se tato výjimka na crowdfundingové platformy neuplatní. Podle odst. 11 odůvodnění v situaci, kdy jedná zástupce jménem obou stran, může být vyjmut z působnosti PSD2 pouze v případě, že v žádném okamžiku nevykonává držbu a nemá kontrolu nad peněžními prostředky klientů.

- (ii) *platební transakce související se správou cenných papírů*¹⁵⁷

Tato výjimka se uplatní na platební transakce související s výplatou dividend, výnosů nebo jiných příjmů, prováděné investičními podniky podle MiFID, úvěrovými institucemi, subjekty kolektivního investování, případně jakýmkoli subjekty s povolením provádět úschovu a správu finančních nástrojů. Pro platformy investičního crowdfundingu, na které by se tato výjimka mohla vztáhnout v případě, že spravují cenné papíry svých klientů, by bylo fungování jen na základě této výjimky nicméně značně limitující. Na druhou stranu je třeba dodat, že v případě, že platforma disponuje povolením podle MiFID, jedná se podle názoru ESMA o indikaci, že poskytování

¹⁵⁵ Čl. 3 písm. b) 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, 2005/60/ES a 2006/48/ES a zrušuje směrnice 97/5/ES

¹⁵⁶ viz EBA. *Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding. op.cit.*, str. 29

¹⁵⁷ Čl. 3 písm. i) 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, 2005/60/ES a 2006/48/ES a zrušuje směrnice 97/5/ES

platebních služeb nepatří mezi hlavní činnosti platformy, čímž by mohlo dojít k jejímu vynětí z působnosti PSD.¹⁵⁸

Díky absenci specifitějších definic v PSD panují nejasnosti i ohledně právní charakteristiky samotného nakládání s finančními prostředky ze strany crowdfundingových platforem. Objevují se názory, že činnost prováděná platformami je *poukazováním peněz*, nebo též *umožněním vkladu nebo výběru hotovosti z platebního účtu*, případně *prováděním platební transakce*.¹⁵⁹

PSD definuje poukazování peněz jako platební službu, „*při které dochází k přijetí peněžních prostředků od plátce, bez vytvoření jakéhokoli platebního účtu na jméno plátce nebo příjemce, výhradně za účelem převodu příslušné částky příjemci nebo jinému poskytovateli platebních služeb jednajícím jménem příjemce.*“¹⁶⁰ V případě, že by platforma přijala platbu od investora, resp. jeho poskytovatele platebních služeb, výhradně za účelem jejího převodu na vlastníka projektu, resp. jeho poskytovatele platebních služeb, a tomu by platbu poukázala, jednalo by se pravděpodobně o platební službu *poukazování peněz*.

V případě, že platforma přijímá platby způsobem, který zahrnuje připsání platby konkrétnímu klientovi, mohlo by se jednat o platební službu *vedení účtu*, a to, podle názoru ESMA, bez ohledu na to, jestli by byla platba držena na odděleném platebním účtu.¹⁶¹ Pakliže posléze platforma na základě pokynu majitele účtu platební prostředky převede, jednalo by se o službu *provádění platebních transakcí*.¹⁶²

Crowdfundingová platforma, která získá povolení platební instituce, se bude muset podřídit požadavkům PSD. Mezi ty patří odstupňované požadavky na počáteční (20 tisíc EUR při poskytování pouze platební služby *poukazování peněz*, 125 tisíc EUR v případě poskytování jakékoli jiné platební služby)¹⁶³ a průběžný kapitál podle

¹⁵⁸ ESMA. *Advice: Investment-based crowdfunding. op.cit.*, str. 36 an.

¹⁵⁹ viz EBA. *Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding. op.cit.*, str. 29

¹⁶⁰ Čl. 3 odst. 13 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, 2005/60/ES a 2006/48/ES a zrušuje směrnice 97/5/ES

¹⁶¹ ESMA. *Advice: Investment-based crowdfunding. op.cit.*, str. 39

¹⁶² *Ibid.*

¹⁶³ Čl. 6 písm. a) a c) 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, 2005/60/ES a 2006/48/ES a zrušuje směrnice 97/5/ES

čl. 8 PSD. Dále PSD stanoví požadavky na odpovídající správu a interní kontrolní mechanismy, a na ochranu peněžních prostředků klientů.¹⁶⁴

Na crowdfundingové platformy poskytující platební služby, stejně jako na platformy investičního crowdfundingu s povolením MiFID, případně na platformy fungující jako vázaný zástupce investičního podniku podle MiFID (viz sekce 2.2.4.1 dále),¹⁶⁵ se může vztahovat též směrnice proti praní peněz a financování terorismu (AMLD).¹⁶⁶ Pakliže platforma poskytuje některou z platebních služeb podle PSD, bude se na ni AMLD vztahovat i v případě, že svou činnost vykonává v rámci některé z výjimek z působnosti PSD.

Členské státy při implementaci AMLD nicméně mohou některé osoby, „*kteřé se zabývají finanční činností příležitostně nebo ve velmi omezené míře a u nichž je malé riziko praní peněz nebo financování terorismu,*“ vyjmout z působnosti směrnice, a to za současného splnění všech podmínek uvedených v čl. 2 odst. 3 AMLD.¹⁶⁷ To ovšem platí jen za předpokladu, že daná osoba neposkytuje službu *poukazování peněz* podle PSD.¹⁶⁸

AMLD nicméně dává členským státům prostor též rozšířit její působení i na osoby, na které by se normálně nevztahovala, a u nichž je zvláště pravděpodobné, že budou využity k praní peněz nebo financování terorismu.¹⁶⁹ Pro určení dopadu AMLD je tedy obzvlášť důležité vycházet z vnitrostátního právního předpisu, který ji transponuje.

V případě, že by crowdfundingová platforma byla subjektem AMLD a tedy ve vztahu k ní povinnou osobou, AMLD vyžaduje, aby při své činnosti prováděla hloubkovou

¹⁶⁴ Čl. 9 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, 2005/60/ES a 2006/48/ES a zrušuje směrnice 97/5/ES

¹⁶⁵ Bez ohledu na autorizaci MiFID se AMLD bude vztahovat i na platformy vykonávající některou z činností uvedených v bodech 2 až 12, 14 a 15 přílohy I CRD IV. Pro investiční crowdfunding mohou být relevantní zejména činnosti obchodování na vlastní účet nebo na účet klienta, účast na vydávání cenných papírů a poskytování souvisejících služeb, obhospodařování cenných papírů pro klienta na jeho účet a související poradenství, a uložení a správa cenných papírů.

¹⁶⁶ Čl. 3 odst. 2 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

¹⁶⁷ Čl. 2 odst. 3 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

¹⁶⁸ *Ibid.*

¹⁶⁹ Čl. 4 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

kontrolu klientů, a to jak při vzniku obchodního vztahu, tak při provádění příležitostných transakcí dosahující prahové hodnoty podle čl. 11 písm. b) AMLD, případně též kdykoli při podezření na praní špinavých peněz nebo financování terorismu. Hloubková kontrola klienta zahrnuje:¹⁷⁰

- zjištění a ověření totožnosti klienta;
- zjištění totožnosti skutečného majitele a přijetí opatření k tomu, aby povinná osoba pochopila vlastnickou a řídicí strukturu klienta – právnické osoby;
- posouzení a případně získání informací o účelu a zamýšlené povaze obchodního vztahu
- průběžné sledování obchodního vztahu a kontrola transakcí prováděných v jeho průběhu.

V souladu s čl. 33 AMLD by crowdfundingová platforma musela učinit oznámení v každém jednotlivém případě, kdy má podezření, že dochází k podezřelé transakci či pokusu o ni.

Vyšší požadavky jsou pak kladeny na kontrolu *politicky exponovaných osob*, tj. osob, které zastávají nebo zastávaly významné veřejné funkce.¹⁷¹

Zhodnocení evropského regulatorního rámce pro úvěrový crowdfunding

Evropský právní rámec při absenci specifického regulatorního rámce pro crowdfunding sice dostatečně upravuje činnost poskytování platebních služeb, která je pro fungování crowdfundingové platformy klíčová, neupravuje ale (přínejmenším ne dostatečně) některé další aspekty úvěrového crowdfundingu. *De lege ferenda* by bylo vhodné, aby na evropské úrovni byly upraveny požadavky na provádění hloubkové kontroly platformami, a aby bylo vhodným způsobem ošetřeno riziko selhání platformem.

Dalšímu růstu crowdfundingových platform a expanzi jejich přeshraniční aktivity v současnosti brání nedostatečná harmonizace na evropské úrovni a roztržitost právních úprav v jednotlivých členských státech. Zatímco poskytovat platební služby je možné na základě evropského pasu i v jiných členských státech, činnost poskytování

¹⁷⁰ Čl. 13 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

¹⁷¹ Čl. 3 odst. 9 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

a zprostředkování úvěrů je regulováno na úrovni členských států a zpravidla vyžaduje i místní autorizaci. To je nicméně překážka, kterou lze odstranit harmonizací na úrovni EU, na rozdíl od dalších překážek k přeshraniční expanzi, kterými jsou např. potřeba znalosti místního smluvního práva, jakožto i právní úpravy související s vymáháním dluhu, či otázka dostupnosti informací o dlužnících, které lze v krátkodobém horizontu řešit obtížněji.

2.2.2.2 Právní regulace v ČR

PSD je v českém právním řádu transponována do zákona o platebním styku (ZPS). Crowdfundingové platformy, které v rámci své činnosti poskytují platební služby (k vymezení platebních služeb viz část 2.2.2.1), k této činnosti potřebují oprávnění k poskytování platebních služeb, vydávané ČNB.¹⁷² Poskytovat platební služby jako podnikání mohou podle § 5 ZPS kromě bank a spořitelních a úvěrních družstev např. také (i) platební instituce (§ 7 ZPS) a (ii) poskytovatelé platebních služeb malého rozsahu (§ 36 ZPS).

(i) platební instituce

Podmínky pro udělení povolení platební instituce v souladu s PSD jsou vymezeny v § 9 ZPS. V § 16 a 17 ZPS jsou nadto stanoveny požadavky na počáteční kapitál a kapitálovou přiměřenost platební instituce, přičemž způsob výpočtu kapitálové přiměřenosti je stanoven vyhláškou ČNB, a odvíjí se buď od (i) režijních nákladů, nebo (ii) objemu plateb, nebo (iii) základního ukazatele.¹⁷³ § 18 ZPS dále stanoví pravidla pro vedení řídicího a kontrolního systému pro „*obezřetné poskytování platebních služeb a dodržování povinností souvisejících s bojem proti legalizaci výnosů z trestné činnosti a financování terorismu*“, přičemž v podrobnostech je odkázáno na výše uvedenou vyhlášku.¹⁷⁴ Nadto § 20 an. ZPS určuje pravidla evidence a zacházení se svěřenými peněžními prostředky, přičemž ukládá platební instituci povinnost svěřené peněžní prostředky evidovat a držet odděleně od vlastních peněžních prostředků. Tuto povinnost lze v souladu s § 20 odst. 2 a 3 nicméně nahradit uzavřením pojistné smlouvy či zřízením srovnatelné záruky. Konečně § 27 ZPS stanoví informační povinnost

¹⁷² § 7 zákona č. 284/2009 Sb., o platebním styku, ve znění k 23. 6. 2017

¹⁷³ Vyhláška č. 141/2011 Sb., o výkonu činnosti platebních institucí, institucí elektronických peněz, poskytovatelů platebních služeb malého rozsahu a vydavatelů elektronických peněz malého rozsahu, ve znění k 23. 6. 2017

¹⁷⁴ *Ibid.*

platební instituce ve vztahu k ČNB, přičemž podrobnosti jsou stanoveny vyhláškou,¹⁷⁵ a § 28 ukládá povinnost uchovávat dokumenty a záznamy, související s poskytováním platebních služeb, alespoň po dobu 5 let.

ZPS stanoví pro platební instituce poměrně přísné požadavky, po jejichž splnění nicméně může subjekt s tímto povolením na základě pasportizace poskytovat platební služby i v jiných členských státech EU. Pro některé začínající crowdfundingové platformy by splnění požadavků kladených na platební instituci mohlo být náročné, přičemž jako regulatorně méně náročná alternativa se jeví poskytování platebních služeb jako poskytovatel platebních služeb malého rozsahu.

(ii) poskytovatel platebních služeb malého rozsahu

Na rozdíl od platební instituce, poskytovatel platebních služeb malého rozsahu ke své činnosti nepotřebuje povolení ČNB, ale pouze zápis do registru poskytovatelů platebních služeb malého rozsahu. Požadavky pro zápis do registru jsou stanoveny v § 37 ZPS a jsou o poznání menší, než požadavky na povolení platební instituce. Podstatné nicméně je, že poskytovatel platebních služeb malého rozsahu je oprávněn poskytovat platební služby pouze tehdy, jestli měsíční průměr částek jím provedených transakcí v ČR nepřesahuje částku odpovídající 3 mil. EUR.¹⁷⁶ Dodatečné požadavky jsou pak kladeny na poskytovatele platebních služeb malého rozsahu, který poskytuje spotřebitelské úvěry.¹⁷⁷

Na poskytovatele platebních služeb malého rozsahu se pravidla evidence a zacházení se svěřenými peněžními prostředky, informační povinnost ve vztahu k ČNB, a povinnost uchovávat dokumenty a záznamy, použijí obdobně.¹⁷⁸ Na rozdíl od platební instituce nicméně podle § 44 odst. 2 nesmí být peněžní prostředky svěřené poskytovateli platebních služeb malého rozsahu k provedení platební transakce úročeny.

ZPS dále řeší i problém, kdy se činnost crowdfundingové platformy může jevit v rozporu se zákonem o bankách. Zákon o bankách totiž v § 2 odst. 1 stanoví, že „*bez licence nesmí nikdo přijímat vklady od veřejnosti, pokud zvláštní zákon nestanoví*

¹⁷⁵ Vyhláška č. 142/2011 Sb., o předkládání informací platebními institucemi, institucemi elektronických peněz, poskytovateli služeb malého rozsahu a vydavateli elektronických peněz malého rozsahu České národní bance

¹⁷⁶ § 36 odst. 2 zákona č. 284/2009 Sb., o platebním styku, ve znění k 23. 6. 2017

¹⁷⁷ viz např. § 37 odst. 3 a § 44 odst. 1 zákona č. 284/2009 Sb., o platebním styku, ve znění k 23. 6. 2017

¹⁷⁸ § 44 odst. 1 zákona č. 284/2009 Sb., o platebním styku, ve znění k 23. 6. 2017

jinak,“ přičemž za vklad považuje „svěřené peněžní prostředky, které představují závazek vůči vkladateli na jejich výplatu.“¹⁷⁹ Crowdfundingová platforma by svou činností mohla naplnit definici vkladu, čímž by se dostala do rozporu se zákonem, leda by disponovala bankovní licencí. Řešení lze nicméně nalézt v § 19 ZPS, kde se stanoví, že „peněžní prostředky, které byly platební instituci svěřeny k provedení platební transakce, se nepovažují za vklad dle zákona o bankách.“¹⁸⁰ Platformy, které nedisponují povolením platební instituce nebo nejsou registrovány jako poskytovatel platebních služeb malého rozsahu¹⁸¹ se tedy mohou, v závislosti na konkrétním obchodním modelu, případně dopouštět neoprávněného přijímání vkladů.

ZPS v § 8 odst. 1 stanoví, že platební instituce (na poskytovatele platebních služeb malého rozsahu se toto pravidlo na základě ustanovení § 36 odst. 1 ZPS uplatní obdobně) je a) „oprávněna provádět platební služby uvedené v povolení k činnosti platební instituce;“ a b) „provádět související činnosti ve vztahu k těmto službám, včetně poskytování úvěrů.“ Crowdfundingové platformy nicméně zpravidla poskytují širší škálu činností, lze je proto v souladu s § 2 písm. e) vyhlášky č. 141/2011 Sb. označit jako *hybridní platební instituce*.¹⁸² Pro tyto další činnosti nicméně musí mít platforma příslušné veřejnoprávní oprávnění, je-li potřeba podle jiného právního předpisu, typicky živnostenského zákona.¹⁸³

Ať už jako poskytovatel platebních služeb nebo jako osoba s povolením k poskytování investičních služeb, případně při dalších okolnostech vyjmenovaných v § 2 AML zákona, se crowdfundingová platforma může dostat do jeho působnosti a stát se tak osobou povinnou, jejíž základní povinností v takovém případě je identifikace a kontrola klienta. Tu musí provést v případě, že hodnota obchodu překročí částku 1 tisíc EUR, a bez ohledu na tento limit též mj. vždy v případě vzniku obchodního vztahu a při podezřelém obchodu.¹⁸⁴ První identifikace se v souladu s § 8 AML zákona provádí

¹⁷⁹ § 1 odst. 2 písm. a) zákona č. 21/1992, o bankách, ve znění k 23. 6. 2017

¹⁸⁰ Zákonodárce touto cestou vyhověl požadavku čl. 16 odst. 4 PSD, který zakazuje platební instituci vykonávat činnost přijímání vkladů.

¹⁸¹ Podle § 44 odst. 1 ZPS se na poskytovatele platebních služeb malého rozsahu použijí ustanovení § 19 až 22, 27 a 28 obdobně.

¹⁸² viz § 2 písm. e) vyhlášky č. 141/2011 Sb., o výkonu činnosti platebních institucí, institucí elektronických peněz, poskytovatelů platebních služeb malého rozsahu a vydavatelů elektronických peněz malého rozsahu, ve znění k 23. 6. 2017. Na tuto souvislost upozornil PEŠLAR, Ondřej. *P2P úvěrování a jeho právní úprava v České republice*. Diplomová práce. Právnická fakulta Masarykovy univerzity, 2017, str. 25

¹⁸³ BERAN, Jiří et al. *Zákon o platebním styku. Komentář*, 1. vyd. Praha: C.H.Beck, 2011, str. 88. Citováno v PEŠLAR, Ondřej. *op.cit.*, str. 25

¹⁸⁴ viz § 7 zákona č. 253/2008 Sb., o některých opatřeních proti legalizaci výnosů z trestné činnosti a financování terorismu

za fyzické přítomnosti identifikovaného. Tato varianta je v případě crowdfundingových platform, jejichž podstatou je komunikace a zprostředkování dálkově prostřednictvím internetu, nicméně značně nepraktická. Pro takový případ AML zákon umožňuje v § 11 tzv. *převzetí identifikace*, díky kterému může povinná osoba provést identifikaci na základě (i) kopie průkazu totožnosti a jednoho dalšího podpůrného dokladu, (ii) dokladu potvrzujícího existenci účtu vedeného na jméno klienta u úvěrové instituce působící v EU, (iii) platby provedené prostřednictvím výše uvedeného účtu, přičemž (iv) povinná osoba nesmí mít pochybnost o skutečné totožnosti klienta. Tato varianta identifikace vychází z předpokladu, že identifikace za fyzické přítomnosti identifikovaného byla již v minulosti provedena úvěrovou nebo finanční institucí. Možnost využití převzetí identifikace tedy výrazně usnadňuje praktické fungování crowdfundingové platformy.

Právní úprava související s poskytováním spotřebitelských úvěrů zde není řešena, neboť tato práce se svým zaměřením soustředí na financování podnikatelů.¹⁸⁵

2.2.3 Praktické aspekty fungování crowdfundingové platformy PujcMeFirme.cz

Platforma PujcMeFirme.cz funguje na českém trhu od února roku 2015. Platforma se zaměřuje na zprostředkování úvěrů malým firmám a podnikatelům s ročním obratem do 100 milionů Kč prostřednictvím internetové aukce, a to za úrokovou sazbu, která je výsledkem aktuální nabídky a poptávky. Žadatel o financování zvolí maximální akceptovatelnou úrokovou sazbu, investoři pak činí konkrétní nabídky, ze kterých si žadatel volí ty nejvýhodnější. Celková částka může být financována prostřednictvím jednoho nebo několika investorů.

Provozovatelem platformy je společnost BONDSTER Marketplace s.r.o., která je registrována jako poskytovatel platebních služeb malého rozsahu pro platební služby podle § 3 a) až d) ZPS.

2.2.3.1 Role platformy

Platforma vystupuje jako administrátor úvěru, přičemž zprostředkovává nepřímé úvěrování prostřednictvím internetové aukce. Součástí této činnosti je prověřování poskytnutých informací, hodnocení rizika žadatele, vypracování a zajištění smluvní

¹⁸⁵ Případně zájemce lze odkázat na recentní práci z oblasti P2P úvěrování: viz PESLAR, Ondřej. *op.cit.*

dokumentace, nakládání s peněžními prostředky, tj. jejich přijetí od investora a poskytnutí dlužníkovi, a dále administrace splátek a prodlení.

Platforma v souladu s § 20 odst. 1 ZPS eviduje a drží peněžní prostředky dlužníků a věřitelů odděleně od vlastních peněžních prostředků. Současně vede v samostatné evidenci účty pro čerpání úvěru, splácení úvěru a pro smluvní pokuty.

2.2.3.2 Proces investování z pohledu investora¹⁸⁶

- V prvním kroku musí investor vyplnit registrační formulář. Ke kompletní registraci je potřeba doklad totožnosti a mobilní telefon pro zaslání ověřovací zprávy.
- Investor uzavře s provozovatelem platformy komisionářskou smlouvu, kterou jsou rámcově upravena vzájemná práva a povinnosti při obstarávání jednotlivých investic investora do úvěrů, poskytnutým žadatelům o úvěr; za zprostředkování si platforma sjednává nárok na odměnu, která činí 12% z úrokového výnosu, který investor obdrží z investované částky. Veškeré pokyny platformě činí investor přes webový portál a potvrzující sms kód. Součástí komisionářské smlouvy je prohlášení klienta o tom, že je či není politicky exponovanou osobou, a že peněžní prostředky, které hodlá použít v souvislosti s danou smlouvou, nepocházejí z nepoctivých a nezákonných zdrojů, a že investice do úvěrů nesleduje zakrytí jejich nezákonného původu ani financování terorismu. Současně musí investor určit zdroj, ze kterého peněžní prostředky pocházejí.
- V reakci na to platforma zřídí a vede pro investora investorský účet, se kterým je spojeno vedení plateb a zůstatků peněžních prostředků na klientském bankovním účtu (společném pro všechny klienty), a jehož prostřednictvím probíhají veškeré platební transakce klienta. Investor může kdykoli dát pokyn k převodu volných peněžních prostředků ze svého klientského účtu na svůj registrovaný bankovní účet.
- V případě, že si investor vybere z uveřejněných žádostí o financování, informuje platformu o své nabídce na poskytnutí úvěru (ve výši nejméně 1 tisíc Kč), načež platforma jménem investora podá nabídku do aukce; až do přijetí nabídky ze strany žadatele může investor svou nabídku navyšovat.

¹⁸⁶ viz *Průvodce investora platformy pujcmefirme.cz*, dostupný na https://pujcmefirme.cz/Content/documents/PRUVODCE_INVESTORA_pujcmefirme.cz.pdf

- V případě akceptace nabídky ze strany žadatele je úvěrová smlouva a související smluvní dokumentace uzavřena jménem platformy na účet investora.

2.2.3.3 Proces získání financování ze strany žadatele o úvěr¹⁸⁷

- Žadatel o úvěr vyplní žádost, ve které určí výši poptávaného úvěru, způsob splácení (dostupné možnosti jsou jednorázové, postupné splácení, a kontokorent), dobu splácení (6 měsíců až 6 let), a nejvyšší akceptovatelnou úrokovou sazbu.
- Úvěr lze poskytnout jako nezajištění v případě, že žadatel poskytne finanční výkazy (rozvaha a výsledovka, příp. daňové přiznání) za poslední dva roky, kde vykazuje roční tržby přesahující 1 mil. Kč a kladný zisk před zdaněním; v opačném případě musí žadatel poskytnout zajištění formou zřízení zástavního práva k nemovitosti nebo způsobilým ručitelem.
- Žadatel poskytne informace o svém podnikání, včetně identifikování svých dluhů a pohledávek, a doloží požadované dokumenty.
- Po schválení žádosti je na základě poskytnutých a jinak dostupných informací žadateli udělen platformou hodnocení rizikovosti podle modelu iRating od CRIF – Czech Credit Bureau.
- Schválená žádost je platformou zveřejněna po dobu 60 dnů, po které mohou investoři předkládat své nabídky; žadatel si vybírá z nabídek s nejnižší úrokovou sazbou.
- Žadateli je zaslána smluvní dokumentace k podpisu; po nabytí účinnosti smluvní dokumentace a splnění všech odkládacích podmínek platforma poukáže žadateli peněžní prostředky ponížené o smluvní provizi; ta se odvíjí od délky úvěru a činí 1.5% p.a.
- Pokud je dlužník v prodlení se splácením, dojde 31. den po splatnosti k zesplatnění úvěru; platforma při vymáhání dlužné částky spolupracuje s externí inkasní agenturou.

2.2.3.4 Hodnocení platformy

Jedná se o jednu z mála P2B úvěrových platforem na našem trhu, která navíc zprostředkovává pro žadatele o financování výhodný aukční model. Platforma nabízí

¹⁸⁷ viz *Průvodce žadatele platformy pujcmefirme.cz*, dostupný na https://pujcmefirme.cz/Content/documents/PRUVODCE_ZADATELE.pdf

financování i začínajícím podnikům, které se nemohou prokázat finančními výkazy – v takovém případě platforma žádost posoudí na základě např. faktur a nasmlouvaných kontraktů. Výhodou je i možnost předčasného splacení bez sankcí. Z hlediska žadatelů se tedy může jednat o poměrně atraktivní model. Nevýhodou je v současnosti poměrně nízký počet investorů.

Z pohledu investora lze pozitivně vnímat hodnocení rizik zapojením společnosti CRIF – Czech Credit Bureau, a skutečnost, že většina úvěrů je zajištěných. I přesto se jedná o poměrně rizikové investice, což je skutečnost, která dle názoru autora není platformou dostatečně zdůrazňována. Z dostupných informací se nepodařilo zjistit, jestli způsob, jakým platforma provádí identifikaci klientů, je v souladu s AML zákonem.

2.2.4 Právní regulace investičního crowdfundingu

2.2.4.1 Právní regulace na úrovni EU

Právní úprava povolení činnosti crowdfundingové platformy

V závislosti na konkrétním modelu investičního crowdfundingu je pravděpodobné, že platforma investičního crowdfundingu bude ke své činnosti potřebovat povolení. V současnosti existují čtyři základní modely autorizace investičních crowdfundingových platform v členských státech EU, přičemž za některých okolností je možná jejich vzájemná kombinace.¹⁸⁸

(i) Povolení na základě směrnice MiFID

Aby se na crowdfundingovou platformu uplatnila směrnice MiFID, platforma musí vykonávat investiční služby vyjmenované v příloze 1 oddílu A MiFID, a to ve vztahu k finančním nástrojům uvedeným v příloze 1 oddílu C MiFID; vše za předpokladu, že se na platformu nevztahuje některá z uvedených výjimek.

Finanční nástroje používané v souvislosti s investičním crowdfundingem jsou nejčastěji akcie, dluhopisy a jiné formy dluhových cenných papírů. Tyto se řadí mezi převoditelné cenné papíry podle MiFID.¹⁸⁹ V případě, že se tedy jedná o finanční nástroje podle

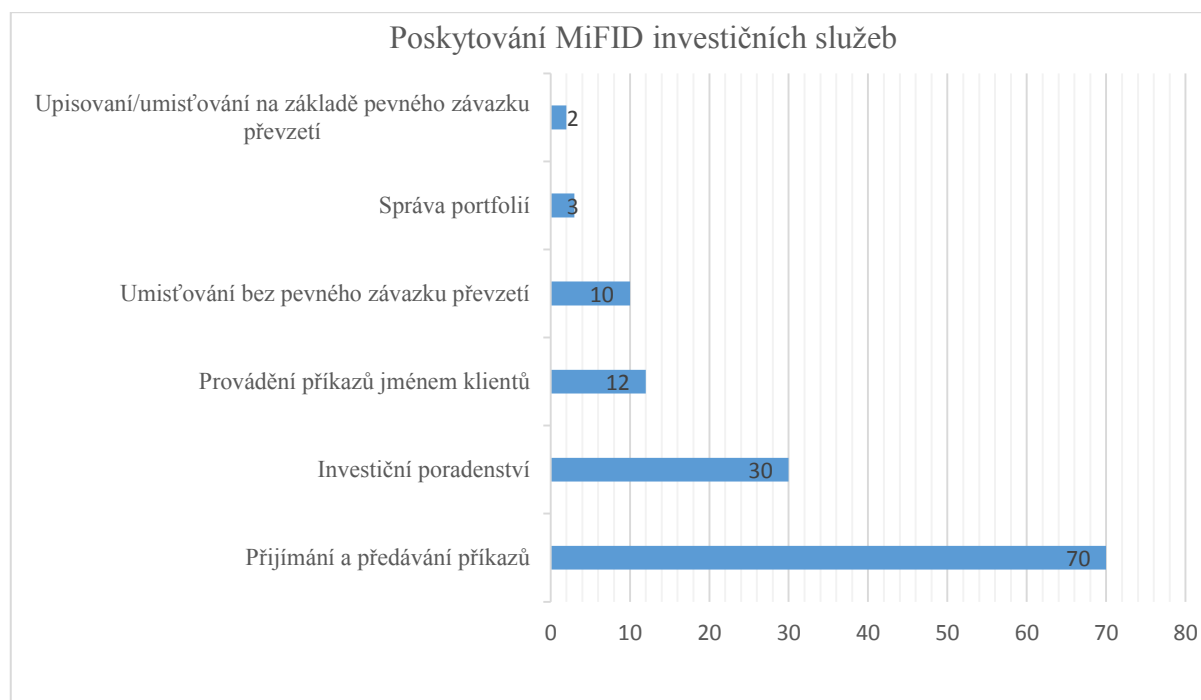
¹⁸⁸ EVROPSKÁ KOMISE. *Commission staff working document – Crowdfunding in the EU Capital Markets Union*. SWD(2016) 154 final, 3.5.2016, str.18-20, dostupné na <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/10102/2016/EN/10102-2016-154-EN-F1-1.PDF>

¹⁸⁹ Převoditelné cenné papíry jsou podle čl. 4 odst. 1. písm. 18) MiFID třídy cenných papírů, které jsou obchodovatelné na kapitálovém trhu (s výjimkou platebních nástrojů).

MiFID, je třeba dále určit, jestli platforma poskytuje MiFID investiční služby. MiFID rozlišuje následující investiční služby:¹⁹⁰

- 1) přijímání a předávání příkazů týkajících se jednoho nebo více finančních nástrojů;
- 2) provádění příkazů jménem klientů;
- 3) obchodování na vlastní účet;
- 4) správa portfolií;
- 5) investiční poradenství;
- 6) upisování finančních nástrojů nebo umístování finančních nástrojů na základě pevného závazku převzetí;
- 7) umístování finančních nástrojů bez pevného závazku převzetí;
- 8) provozování mnohostranných systémů obchodování.

Zda platforma poskytuje některou z výše uvedených investičních služeb je vždy třeba posuzovat individuálně s ohledem na existenci různých obchodních modelů. Podle průzkumu ESMA z konce roku 2016 bylo poskytování MiFID investičních služeb, u investičních platform regulovaných v rámci členských států EU podle MiFID, následující:¹⁹¹



Z dostupných dat plyne, že s výjimkou Itálie a Francie, kde jsou crowdfundingové platformy regulovány na základě výjimky podle čl. 3 MiFID (viz dále) a vnitrostátní

¹⁹⁰ Investiční služby podle přílohy 1, oddílu A MiFID

¹⁹¹ zdroj dat viz ESMA. *Response to the Commission Consultation Document on Capital Markets Union Mid-Term Review 2017. op.cit.*, str. 11-12

režim jim předepisuje, které investiční služby musí poskytovat, většina platformem poskytuje současně několik druhů investičních služeb.

70 z existujících 99 platformem přijímá příkazy od investorů a předává je dál emitentům, a poskytuje tak investiční službu *přijímání a předávání příkazů týkajících se jednoho nebo více finančních nástrojů*. Mezi ně nespádají platformy regulované podle francouzského vnitrostátního režimu, který platformám ukládá poskytovat pouze služby investičního poradenství. Z toho důvodu lze uzavřít, že, s výjimkou Francie, je *přijímání a předávání příkazů týkajících se jednoho nebo více finančních nástrojů* pro investiční crowdfundingové platformy definující investiční službou.

Některé platformy v této souvislosti poukázaly na to, že nepředávají emitentům příkazy, nýbrž pouze sdělují vyjádření zájmu investorů.¹⁹² ESMA v této věci nicméně zaujala stanovisko, ve kterém tvrdí, že není podstatné, jak daná platforma svou funkci popisuje, ale jaká je skutečná povaha jí vykonávané činnosti. Byť termín *příkaz* není v MiFID definován, ESMA se přiklání k jeho extenzivnímu výkladu, přičemž ve svém stanovisku uvádí, že by musel být ze strany platformy prokázán skutečný a zásadní rozdíl mezi povahou vyjádření zájmu a předáním příkazu, aby v této tvrzené skutečnosti mohlo být dáno platformě za pravdu.¹⁹³

Druhá nejčastěji poskytovaná investiční služba je *investiční poradenství*, které je v MiFID definováno jako „*poskytování osobních doporučení klientovi na jeho žádost či z podnětu investičního podniku ohledně jedné či více transakcí týkajících se finančních nástrojů*.“¹⁹⁴ Téměř ve všech případech, kdy crowdfundingové platformy poskytují investiční poradenství, se jedná o platformy poskytující služby ve Francii v rámci vnitrostátního režimu na základě výjimky podle čl. 3 MiFID. Naopak v ostatních členských státech crowdfundingové platformy investiční poradenství jako součást svého obchodního modelu zpravidla neposkytují. S ohledem na konkrétní obchodní model je nicméně možné, že platforma způsobem, jakým investiční nabídku prezentuje, vědomě či nevědomě poskytne osobní doporučení klientovi, a musela by se tedy podřídit relevantní právní úpravě. ESMA vyjádřila názor, že tato situace může

¹⁹² viz ESMA. *Advice: Investment-based crowdfunding. op.cit.*, str. 16

¹⁹³ viz ESMA. *Advice: Investment-based crowdfunding. op.cit.*, str. 17

¹⁹⁴ Čl. 4 odst. 1 písm. 4) MiFID

nastat především ve vztahu k platformou provedené hloubkové prověrce a závěrům, které z ní investoři mohou dovodit.¹⁹⁵

Ve 12 případech platformy poskytují i investiční službu *provádění příkazů na účet klienta*, jejíž podstatou je jednání k uzavření smlouvy o nákupu nebo prodeji jednoho či více finančních nástrojů na účet klienta.¹⁹⁶ Může se tak stát v případech, kdy sama platforma uzavře smlouvu za a na účet klienta.

Zatímco služba *upisování finančních nástrojů nebo umístování finančních nástrojů na základě pevného závazku převzetí* je crowdfundingovými platformami poskytována pouze ve dvou případech,¹⁹⁷ v případě služby *umístování finančních nástrojů bez pevného závazku převzetí* se tak děje u 10 platform. Stanovisko CESR ve věci revize MiFID nicméně upozorňuje na potenciální střet zájmů v situaci, kdy jeden investiční zprostředkovatel zajišťuje umístování investičních nástrojů pro emitenta a zároveň se účastní jejich distribuce retailovým klientům.¹⁹⁸

V případě, že tedy platforma poskytuje MiFID investiční služby ve vztahu k MiFID investičním nástrojům a nesplňuje zároveň některou z výjimek (viz dále), musí pro svou činnost získat povolení podle MiFID a podřídit se jeho regulaci. To v praxi znamená, že platforma musí: (i) mít povolení investičního podniku;¹⁹⁹ nebo (ii) být provozována investičním podnikem nebo úvěrovou institucí s povolením podle MiFID; nebo (iii) vykonávat činnost jako smluvní (vázaný) zástupce²⁰⁰ investičního podniku nebo úvěrové instituce s povolením MiFID (viz dále).

Dále musí platforma vyhovět i ostatním požadavkům směrnice MiFID, přičemž některé z nich se odvíjí od povahy činností a služeb poskytovaných platformou.²⁰¹ Jedná se například o požadavek na vyšší počátečního kapitálu a na odpovídající pojištění profesní odpovědnosti.

¹⁹⁵ viz ESMA. *Advice: Investment-based crowdfunding. op.cit.*, str. 17

¹⁹⁶ Čl. 4 odst. 1 písm. 5) MiFID

¹⁹⁷ Za zmínku stojí, že jednou z nich je i česká platforma Fundlift.

¹⁹⁸ COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS. *CESR's response to questions 15-18 and 20-25 of the European Commission Request for Additional Information in Relation to the Review of MiFID*. CESR/10-860, 29.7.2010, str. 10-17, dostupné na <https://www.esma.europa.eu/document/cesr%E2%80%99s-responses-questions-15-18-and-20-25-european-commission-request-additional>

¹⁹⁹ V ČR se jedná o povolení obchodníka s cennými papíry.

²⁰⁰ Česká jazyková verze MiFID používá termín „smluvní zástupce“, kdežto v MiFID II je již použit výraz „vázaný zástupce“. Dále používám pojem „vázaný zástupce“, a to mj. i s přihlédnutím k tomu, že ZPKT ho taktéž používá a proto, že mi jazykovým výkladem přijde bližší anglickému „tied agent“.

²⁰¹ viz směrnice Komise 2006/73/ES ze dne 10. srpna 2006, kterou se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES, pokud jde o organizační požadavky a provozní podmínky investičních podniků a o vymezení pojmů pro účely zmíněné směrnice

Všechny investiční podniky, pakliže nesplňují podmínky pro nižší počáteční kapitál nebo pro úplné osvobození, mají povinnost držet počáteční kapitál ve výši 730 tisíc EUR.²⁰² Počáteční kapitál ve výši 123 tisíc EUR může mít investiční podnik, který neposkytuje investiční službu *obchodování na vlastní účet a upisování finančních nástrojů nebo umístování finančních nástrojů na základě pevného závazku převzetí*, ale který drží peníze nebo investiční nástroje klientů a který poskytuje alespoň jednu ze služeb *přijímání a předávání příkazů týkajících se jednoho nebo více finančních nástrojů, provádění příkazů jménem klientů, a správa portfolií*.²⁰³

Počáteční kapitál ve výši 50 tisíc EUR pak mohou mít, v závislosti na povolení této možnosti daným členským státem, investiční podniky, které splňují podmínky pro počáteční kapitál 125 tisíc EUR a nadto nedrží peníze nebo investiční nástroje klientů.²⁰⁴ Snížený počáteční kapitál ve výši 50 tisíc EUR mohou mít také investiční podniky, které splňují podmínky čl. 4 odst. 1 bodu 2 písm. c) CRR,²⁰⁵ které ale musí mít současně pojištění profesní odpovědnosti, které pokrývá celé území EU.²⁰⁶

Ve vztahu k zajištění ochrany investorů čl. 19 MiFID stanoví pravidla chování při poskytování investičních služeb klientům. Důležitý je obzvláště odst. 5, podle kterého při poskytování investičních služeb jiných než *investiční poradenství a správa portfolia*, musí investiční podnik provést tzv. *test vhodnosti* k posouzení, zda jsou navrhovaná investiční služba nebo produkt pro klienta vhodné. Podle odst. 6 nicméně mohou členské státy povolit výjimku²⁰⁷ z této povinnosti, jsou-li kumulativně splněny následující podmínky:

- poskytovaná služba se týká určitých konkrétních finančních nástrojů (pro crowdfunding mohou být relevantní např. dluhopisy nebo jiné formy dluhových cenných papírů a jiné nekomplexní finanční nástroje);

²⁰² Čl. 28 odst. 2 Směrnice Evropského parlamentu a Rady č. 2013/36/EU ze dne 26. června 2013 o přístupu k činnosti úvěrových institucí a o obezřetnostním dohledu nad úvěrovými institucemi a investičními podniky, o změně směrnice 2002/87/ES a zrušení směrnice 2006/48/ES a 2002/49/ES

²⁰³ Čl. 29 odst. 1 Směrnice Evropského parlamentu a Rady č. 2013/36/EU ze dne 26. června 2013 o přístupu k činnosti úvěrových institucí a o obezřetnostním dohledu nad úvěrovými institucemi a investičními podniky, o změně směrnice 2002/87/ES a zrušení směrnice 2006/48/ES a 2002/49/ES

²⁰⁴ Čl. 29 odst. 3 Směrnice Evropského parlamentu a Rady č. 2013/36/EU ze dne 26. června 2013 o přístupu k činnosti úvěrových institucí a o obezřetnostním dohledu nad úvěrovými institucemi a investičními podniky, o změně směrnice 2002/87/ES a zrušení směrnice 2006/48/ES a 2002/49/ES

²⁰⁵ Čl. 4 odst. 1 bod 2 písm. c) Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 575/2013 ze dne 26. června 2013 o obezřetnostních požadavcích na úvěrové instituce a investiční podniky a o změně nařízení EU č. 648/2012

²⁰⁶ Čl. 33 odst. 1 Směrnice Evropského parlamentu a Rady č. 2013/36/EU ze dne 26. června 2013 o přístupu k činnosti úvěrových institucí a o obezřetnostním dohledu nad úvěrovými institucemi a investičními podniky, o změně směrnice 2002/87/ES a zrušení směrnice 2006/48/ES a 2002/49/ES

²⁰⁷ v ČR je tato výjimka transponována do § 15k ZPKT

- služba je poskytována z podnětu klienta;
- klient byl jasně informován o tom, že při poskytování této služby nemusí investiční podnik provést test vhodnosti a klient tak nepožívá odpovídající ochrany;
- investiční podnik přijal opatření ke zjištění, předcházení a sdělení střetu zájmů podle čl. 18 MiFID.

Potenciální problém může vyvstat v souvislosti s nekomplexními finančními nástroji, které jsou považovány za nekomplexní pokud, „*pokud existují příležitosti k jejich prodeji, ceny jsou veřejně známy a jsou veřejnosti dostupné přiměřené komplexní informace ohledně jejich vlastností, přičemž je pravděpodobné, že jim snadno porozumí i průměrný neprofesionální investor.*“²⁰⁸ S ohledem na to, že pro investiční nástroje běžně používané v crowdfundingu v současnosti *de facto* neexistuje sekundární trh a investor se jich tedy může zbavit jen poměrně obtížně, lze pochybovat o tom, jestli lze některé, především pak podílové a hybridní finanční nástroje, považovat za nekomplexní. ESMA v této souvislosti zastává stanovisko, že takové finanční nástroje za nekomplexní považovat nelze a platformy, které je nabízejí, jsou povinny test vhodnosti provést.²⁰⁹

Soulad s režimem MiFID může být i s ohledem na výše uvedené pro některé platformy náročný. Výhodou MiFID autorizace nicméně je, že takto autorizovaná platforma může na základě pasportizace poskytovat služby i v jiných členských státech.

(ii) Činnost vázaného zástupce investičního podniku s povolením MiFID

Tam kde to členské státy umožňují, mohou Crowdfundingové platformy poskytovat služby též jako vázaný zástupce investičního podniku nebo úvěrové instituce s platným povolením podle MiFID. V takovém případě je vyžadováno splnění následujících podmínek:²¹⁰

- crowdfundingová platforma jakožto vázaný zástupce by musela být spojena s držitelem MiFID povolení, který by zároveň převzal odpovědnost za její jednání a byl by zodpovědný za zajištění souladu s požadavky směrnice MiFID;

²⁰⁸ Čl. 38 směrnice Komise 2006/73/ES ze dne 10. srpna 2006, kterou se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES, pokud jde o organizační požadavky a provozní podmínky investičních podniků a o vymezení pojmů pro účely zmíněné směrnice

²⁰⁹ viz ESMA. *Advice: Investment-based crowdfunding. op.cit.*, str. 16

²¹⁰ viz ESMA. *Advice: Investment-based crowdfunding. op.cit.*, str. 20

- činnost vázaného zástupce by byla omezena na nabízení investičních příležitostí, přijímání a předávání příkazů, umístování finančních nástrojů a poskytování investičního poradenství;
 - vázaný zástupce sám by nepodléhal kapitálovým požadavkům;
 - bylo by nezbytné přijmout taková opatření, aby byla zajištěna ochrana majetku klientů, a opatření vedoucí k eliminaci střetu zájmů s cílem vždy jednat v zájmu klienta.
- (iii) Povolení v rámci vnitrostátního režimu na základě výjimky v čl. 3 směrnice MiFID

Jednou z výše zmíněných výjimek je výjimka podle čl. 3 MiFID, která umožňuje členským státům vyjmout některé osoby působící v daném členském státě z působnosti MiFID, a to při splnění následujících podmínek:

- osoba nesmí držet peněžní prostředky nebo cenné papíry klientů;
- osoba nesmí poskytovat jiné investiční služby než přijímání a předávání příkazů;
- osoba při poskytování služeb smí předávat příkazy jen držitelům povolení MiFID, jejich pobočkám, subjektům kolektivního investování a jejich správcům, a investičním podnikům s fixním kapitálem.

Takové osoby jsou pak podrobeny vnitrostátní právní úpravě a nevztahují se na ně požadavky a pravidla MiFID. Zároveň ale nepožívají oprávnění k volnému pohybu služeb na základě pasportizace.

- (iv) Povolení služeb a činností ve vztahu k finančním nástrojům a službám, které jsou mimo působnost směrnice MiFID

Pokud crowdfundingová platforma neposkytuje investiční služby vyjmenované v příloze 1 oddílu A MiFID, a to ve vztahu k finančním nástrojům uvedeným v příloze 1 oddílu C MiFID, směrnice MiFID se na ni nevztahuje a MiFID povolení tedy není vyžadováno. Typicky se může jednat o situace, kdy platforma zprostředkovává investice do finančních nástrojů, které nejsou převoditelnými cennými papíry.²¹¹ Jako příklad lze uvést Investiční crowdfundingové platformy v Německu. Ty zprostředkovávají investice do „*práva na podíl na zisku*“, které sice neposkytuje

²¹¹ viz čl. 4 odst. 1. písm. 18) MiFID

investorovi žádná vlastnická práva, ale umožňuje mu podílet se na zisku. Jedná se tedy o nástroj, který nespadá pod finanční nástroje podle MiFID.²¹²

V takovém případě může být platforma regulována v rámci vnitrostátního režimu ve vztahu ke zprostředkování finančních nástrojů, které nespádají pod směrnici MiFID, a zároveň žádat o povolení podle MiFID ve vztahu k MiFID investičním službám a nástrojům.²¹³

(v) Povolení na základě směrnice AIFMD

Crowdfundingové platformy, které používají obchodní model založený na nepřímém investování, tak zpravila činí prostřednictvím SPV, designovaných vždy pro konkrétní projekt. Podle průzkumu ESMA přinejmenším jedna crowdfundingová platforma nicméně zahrnuje do své struktury investiční fond, v daném případě alternativní investiční fond (AIF),²¹⁴ upravený směrnicí AIFMD.

Alternativní investiční fond je definován jako „*subjekt kolektivního investování, který získává kapitál od většího počtu investorů s cílem investovat jej v souladu s určitou investiční politikou ve prospěch těchto investorů,*“ a který není povolen podle směrnice SKIPCP.²¹⁵ ²¹⁶ ESMA vydala pokyny, které blíže rozpracovávají podrobnosti související s výše uvedenou definicí.²¹⁷

Ačkoli je nabízení podílových jednotek nebo akcií v AIF v principu omezeno na profesionální investory,²¹⁸ mohou členské státy připustit i jejich nabízení retailovým klientům. To je pro případné zapojení AIF do struktury crowdfundingové platformy zásadní.²¹⁹

²¹² viz ESMA. *Response to the Commission Consultation Document on Capital Markets Union Mid-Term Review 2017. op.cit.*, str. 13

²¹³ EVROPSKÁ KOMISE. *Commission staff working document – Crowdfunding in the EU Capital Markets Union. op.cit.*, str.19

²¹⁴ viz ESMA. *Response to the Commission Consultation Document on Capital Markets Union Mid-Term Review 2017. op.cit.*, str. 10

²¹⁵ Čl. 4 odst. 1 písm. a) 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 (EU) č. 1060/2009 a (EU) č. 1095/2010

²¹⁶ 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)

²¹⁷ viz ESMA. *Guidelines: Guidelines on key concepts of the AIFMD*, ESMA/2013/611, 13.8.2013, dostupné na https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2013-600_final_report_on_guidelines_on_key_concepts_of_the_aifmd_0.pdf

²¹⁸ tedy např. profesionální klienty ve smyslu MiFID

²¹⁹ viz ESMA. *Advice: Investment-based crowdfunding. op.cit.*, str. 24

Nabízí se otázka, jestli crowdfundingová platforma, která zprostředkovává investorům nepřímé investice prostřednictvím AIF, ke své činnosti potřebuje povolení pro správce AIF (AIFM) podle AIFMD. Správcem se rozumí „*právnícká osoba, jejímž předmětem podnikatelské činnosti je správa jednoho nebo více alternativních investičních fondů,*“²²⁰ přičemž s ohledem na ustanovení AIFMD, které stanoví, že členské státy mají zajistit, aby žádný správce nemohl spravovat žádný AIF, pokud mu nebylo uděleno povolení podle AIFMD,²²¹ se zdá být odpověď na výše položenou otázku jednoznačně kladná.

Klíčové pak ale je, jestli taková crowdfundingová platforma může fungovat pouze s povolením podle AIFMD. Odpověď závisí na tom, které z investičních služeb a činností podle MiFID by platforma, jakožto správce (AIFM) provozovala. AIFMD umožňuje správcům vykonávat celou řadu činností, vyjmenovaných v Příloze I k AIFMD, mezi které spadá krom správy portfolií i nabízení AIF jím spravovaného, a to včetně přímé či nepřímé nabídky podílových jednotek a akcií v AIF, a jejich emitování.²²²

V případě, že nad rámec činností uvedených v Příloze I bude chtít správce vykonávat i investiční služby *přijímání a předávání příkazů týkajících se jednoho nebo více finančních nástrojů a investiční poradenství* ve smyslu MiFID, bylo by to možné za předpokladu, že se jedná o správce nesamosprávného AIF. Členské státy totiž mohou tuto činnost povolit podle čl. 6 odst. 4 AIFMD jako vedlejší službu. Totéž se nicméně už netýká poskytování služby *provádění příkazů jménem klientů*, jejíž poskytování pouze na základě povolení AIFMD by bylo nedovolené.²²³

Lze tedy dovodit, a k tomuto závěru dospěla i ESMA,²²⁴ že pokud bude chtít crowdfundingová platforma poskytovat službu *přijímání a předávání příkazů* v rámci obchodního modelu, ve kterém by pro každý projekt vytvořila samostatný AIF, byla by oprávněna tak činit i na základě povolení AIFMD. Při hodnocení atraktivity tohoto obchodního modelu je nicméně potřeba vzít v potaz poměrně vysoké kapitálové

²²⁰ Čl. 4 odst. 1 písm. b) 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 (EU) č. 1060/2009 a (EU) č. 1095/2010

²²¹ Čl. 6 odst. 1 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 (EU) č. 1060/2009 a (EU) č. 1095/2010

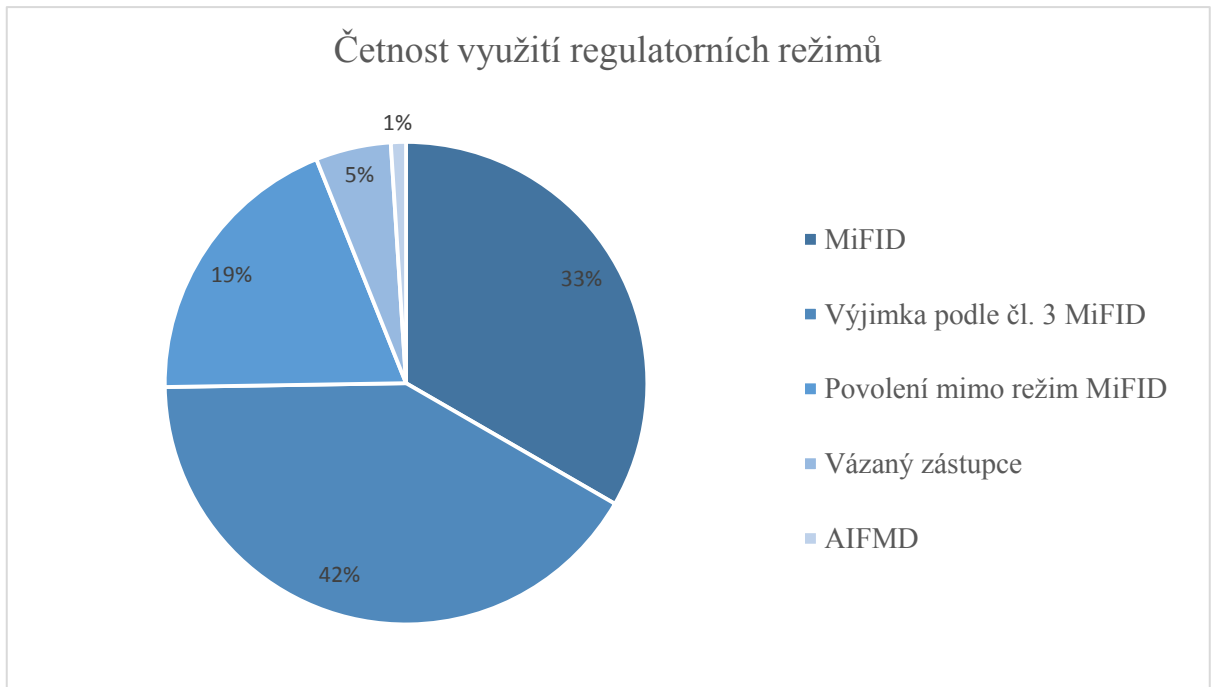
²²² viz ESMA. *Advice: Investment-based crowdfunding. op.cit.*, str. 25

²²³ *a contrario* k čl. 6 odst. 4 AIFMD

²²⁴ viz ESMA. *Advice: Investment-based crowdfunding. op.cit.*, str. 25

požadavky ve výši 125 tisíc EUR, které jsou navíc proměnlivé v závislosti na množství spravovaných aktiv.²²⁵

Na základě dat shromážděných ESMA lze ilustrovat četnost využití výše uvedených pěti regulačních modelů, na základě kterých v současnosti platformy investičního crowdfundingu v členských státech EU poskytují své služby.²²⁶



Právní úprava veřejné nabídky investičních nástrojů

Úprava veřejné nabídky cenných papírů je obsažena ve směrnici o prospektu, která požaduje předchozí uveřejnění prospektu schváleného příslušným národním regulátorem při všech veřejných nabídkách převoditelných cenných papírů²²⁷ nebo před jejich přijetím k obchodování na regulovaném trhu, leda že se uplatní některá z výjimek z působnosti směrnice nebo z povinnosti zveřejnit prospekt, uvedených v čl. 1 odst. 2 a

²²⁵ *Ibid.*

²²⁶ zdroj dat viz ESMA. *Response to the Commission Consultation Document on Capital Markets Union Mid-Term Review 2017. op.cit., str. 9*

²²⁷ Jedná se o cenné papíry tak, jak jsou definovány v MiFID

čl. 4 směrnice.²²⁸ Tyto výjimky jsou obecně známé a snadno dohledatelné, dále tedy budou zmíněny jen ve stručnosti.²²⁹

- pro crowdfunding je zásadní vynětí cenných papírů nabízených v průběhu 12 měsíců s celkovou hodnotou protiplnění nižší než 5 milionů EUR z působnosti směrnice, a vyloučení cenných papírů nabízených v rámci EU v průběhu 12 měsíců s celkovou hodnotou protiplnění do 100 tisíc EUR²³⁰ z povinnosti zveřejnit prospekt;
- vyloučeny z povinnosti zveřejnit prospekt jsou i nabídka cenných papírů určená investorům nabývajícím cenné papíry s celkovou hodnotou protiplnění nejméně 100 tisíc EUR na jednoho investora a nabídka cenných papírů s jednotkovou jmenovitou hodnotou ve výši nejméně 100 tisíc EUR;
- nabídky určené výhradně kvalifikovaným investorům nebo nabídky určené méně než 150 osobám, jiným než kvalifikovaným investorům, jsou rovněž vyloučeny z povinnosti zveřejnit prospekt.

Výše uvedené výjimky jsou pro praktické fungování crowdfundingové platformy důležité, neboť příprava a schválení prospektu je časově a finančně náročný proces, pro většinu SME pravděpodobně neúměrný velikosti jimi nabízené emise. Podle hodnocení dopadu vypracovaného Evropskou komisí se průměrné náklady související s vypracováním prospektu pohybují okolo 900 tisíc EUR.²³¹ Tato možná disproporce je zjevně předvídaná směrnicí, a její řešení spočívá v možnosti členských států emitenty, jimi považované za malé, od povinnosti uveřejnit prospekt osvobodit tím, že pro svůj domácí trh stanoví vyšší prahovou hodnotu až do 5 mil. EUR. Ačkoli tento mechanismus na první pohled řeší výše uvedenou disproporci, protože řada SME emisí se do uvedené hranice vejde, problematická je jeho implementace, a to konkrétně absence harmonizace na evropské úrovni.

²²⁸ Čl. 3 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, ve znění směrnice Evropského parlamentu a Rady 2010/73/EU ze dne 24. listopadu 2010, kterou se mění směrnice 2003/71/ES o prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování, a směrnice 2004/109/ES o harmonizaci požadavků na průhlednost týkajících se informací o emitentech, jejichž cenné papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu

²²⁹ Případně zájemce lze odkázat na ILLMANN, Erik. *Reform of the Prospectus Regime*. Diplomová práce, Právnická fakulta Univerzity Karlovy, 18. 7. 2016; případně v českém jazyce na ZAHŘÁNKOVÁ, Jana. *op.cit.*, str. 72-73

²³⁰ Podle nového nařízení o prospektu bude hranice pro vynětí zvýšena ze současných 100 tisíc EUR na 1 mil. EUR.

²³¹ EVROPSKÁ KOMISE. *Commission staff working document – impact assessment accompanying the document Proposal for a regulation of the European parliament and of the Council on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading*. SWD(2015) 255 final, 30.11.2015, dostupné na <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/10102/2015/EN/SWD-2015-255-F1-EN-MAIN-PART-1.PDF>

Důsledkem rozdílné implementace je totiž tvorba bariér pro přeshraniční nabídky. Implementace cestou stanovení nižší, než maximální prahové hranice v některých členských státech je pro přeshraniční nabídky limitující z toho důvodu, že by se výše nabízené emise musela omezit dle nejnižší implementované prahové hranice ze všech členských států, do kterých nabídka směřuje. Zároveň ale rozdílná implementace vyžaduje zapojení lokálních právních poradců v každém jednotlivém členském státě, do kterého by nabídka směřovala, a to z důvodu zajištění souladu s místní právní úpravou, což by se promítlo i do zvýšení nákladů.²³²

Nová úprava prospektu, schválená 16. května 2017 ve formě nařízení o prospektu, tento problém ještě víc prohlubuje. Členské státy nově dostanou možnost zvýšit prahovou hranici, do které není třeba uveřejnit prospekt, ze současných 5 mil. EUR až na 8 mil. EUR. Byť lze zvýšení této hranice uvítat, absence harmonizace může vést k další fragmentaci podmínek mezi členskými státy, neboť možnost využít výjimky z povinnosti uveřejnit prospekt dané vyšší prahovou hranicí se bude týkat jen daného členského státu, bez možnosti pasportizace. Je otázkou, jestli podobná omezení přeshraničních nabídek cenných papírů jsou skutečně v souladu s cíli Unie kapitálových trhů.

V případě, že není povinnost uveřejnit prospekt podle směrnice o prospektu, ale přesto se jedná o nabídku investičního nástroje podle směrnice MiFID, řídí se požadavky na zveřejnění informací směrnicí MiFID. V takovém případě je nicméně diskutabilní, zda-li takto poskytnuté informace vždy, obzvláště u komplexních finančních nástrojů, dostatečně umožňují investorovi učinit informované rozhodnutí o plánované investici.²³³ V tomto směru autor vnímá jako pozitivní *Unijní prospekt pro růst*, představený jako součást nového nařízení o prospektu, který má představovat jednodušší prospekt pro menší společnosti a malé emise. Jestli však tato odlehčená forma prospektu povede k finančně a časově méně náročnému získávání financování pro SME na kapitálových trzích, ukáže až praxe.

²³² viz HAKVOORT, Anne. *Most important regulatory obstacles to cross border crowdfunding*. FG Lawyers, 2017. Dostupné na <http://www.fglawyersamsterdam.com/wp-content/uploads/2017/01/2017JAN-Most-important-regulatory-obstacles-to-cross-border-crowdfunding.pdf>

²³³ viz ESMA. *Advice: Investment-based crowdfunding*. *op.cit.*, str. 29

Zhodnocení evropského regulatorního rámce pro investiční crowdfunding

Výsledky výše představeného průzkumu ESMA, zaměřeného na fungování platformem investičního crowdfundingu v EU, ukazují výrazné rozdíly v tom, jak jsou crowdfundingové platformy regulovány v jednotlivých členských státech.²³⁴ Jedním z cílů Unie kapitálových trhů je vyrovnání rozdílů mezi jednotlivými systémy dohledu a jejich postupné sblížení.²³⁵ Současná rozdílnost právního rámce, regulujícího aktivity investičních crowdfundingových platform, nicméně představuje překážku jednotnému a efektivnímu dohledu. Zatímco získání MiFID autorizace může být pro některé crowdfundingové platformy příliš nákladné a zatěžující, platformy, které se pohybují mimo režim MiFID, nemohou těžit z výhod souvisejících s pasportizací služeb, čímž je omezena jejich možnost poskytovat služby napříč členskými státy EU a těžit tak z výhod plynoucích z přístupu k velkému množství investorů a projektů.

De lege ferenda autor navrhuje přijetí jednotného a specifického regulatorního rámce crowdfundingu na úrovni EU, který by současně respektoval specifika crowdfundingu. Součástí by mohla být možnost crowdfundingových platform do určité velikosti, které zprostředkovávají některé vybrané (nekomplexní) investiční nástroje, se kvalifikovat do „odlehčeného“ MiFID regulatorního režimu, s možností pasportizace do dalších členských států, a s nižšími nároky na kapitálovou přiměřenost. Zároveň se nabízí možnost využít toho, že crowdfundingové platformy nabízí efektivní formu komunikace mezi investory a vlastníky projektů, a to ve formě srozumitelné retailovým investorům. Díky tomu by bylo možné uvažovat o tom, že u některých takto zprostředkovaných investic by byly vyňaty z povinnosti zveřejnit prospekt, a to za předpokladu, že by došlo ke zveřejnění klíčových informací ve stanoveném rozsahu prostřednictvím crowdfundingové platformy, a to jasnou, pro retailové investory srozumitelnou, a neklamavou formou.

2.2.4.2 Právní regulace v ČR

Právní úprava zákona o podnikání na kapitálovém trhu

Na crowdfundingovou platformu, která při své činnosti poskytuje některou z investičních služeb uvedených v ZPKT, se bude vztahovat právní úprava tohoto

²³⁴ viz ESMA. *Response to the Commission Consultation Document on Capital Markets Union Mid-Term Review 2017. op.cit.*

²³⁵ viz ESMA. *Response to the Commission Consultation Document on Capital Markets Union Mid-Term Review 2017. op.cit.*, str. 2

zákona. Podobně jako v případě MiFID, jež je do ZPKT transponována, není aplikace ZPKT automatická, ale je odvislá od konkrétního obchodního modelu dané platformy. Právní úprava ZPKT do značné míry přebírá úpravu MiFID, proto bude zmíněna jen ve stručnosti:

Hlavní investiční služby jsou definovány § 4 odst. 2 ZPKT, přičemž se věcně shodují s vymezením investičních služeb podle MiFID. Platforma, která poskytuje některou z hlavních investičních služeb nebo doplňkovou investiční službu *úschova a správa investičních nástrojů včetně souvisejících služeb*, potřebuje podle § 4a ZPKT ke své činnosti povolení vydané ČNB.

ZPKT rozlišuje následující formy oprávnění k poskytování investičních služeb:

- obchodník s cennými papíry s oprávněním vést zákaznický majetek (§ 8a odst. 1 nebo 2 ZPKT§);
- obchodník s cennými papíry bez oprávnění vést zákaznický majetek (§ 8a odst. 3 nebo 4 ZPKT);
- investiční zprostředkovatel (§ 29 ZPKT);
- vázaný zástupce (§ 32a ZPKT).

Z výše uvedených oprávnění lze za méně administrativně a organizačně náročné považovat poskytování služeb jako investiční zprostředkovatel a vázaný zástupce.

Investiční zprostředkovatel smí poskytovat pouze investiční službu *přijímání a předávání pokynů a investiční poradenství*, nesmí však přijímat peněžní prostředky nebo investiční nástroje zákazníků. Investiční zprostředkovatel nicméně smí předávat pokyny pouze osobě, která je držitelem oprávnění obchodníka s cennými papíry nebo oprávnění obdobného. K získání oprávnění je vyžadována registrace u ČNB v návaznosti na splnění požadavků v § 30 ZPKT.

Vázaný zástupce sice sám nesmí, krom služby *investičního poradenství*, poskytovat další hlavní investiční služby, a to ani investiční služby *přijímání a předávání pokynů a umístování investičních nástrojů bez závazku jejich upsání*, ale může ve vztahu k těmto dvou službám zařizovat a uzavírat obchody, a to za předpokladu, že zastoupený je k jejich poskytování oprávněn. K získání oprávnění vázaného zástupce je třeba zápis do seznamu vázaných zástupců, vedeného ČNB.

Je tedy patrné, že provozovat činnost na základě oprávnění investičního zprostředkovatele nebo vázaného zástupce je možné pouze v návaznosti na konkrétního držitele oprávnění obchodníka s cennými papíry nebo obdobného oprávnění. Byť se tedy provozování investiční crowdfundingové platformy touto cestou může jevit jako přístupnější, leč co do rozsahu činností značně omezená varianta, taková platforma by své služby mohla poskytovat pouze odvozeně a v návaznosti na obchodníka s cennými papíry.

K získání povolení obchodníka s cennými papíry je nicméně potřeba splnit celou řadu požadavků, jejichž splnění je náročné finančně, věcně, personálně i organizačně. Provozování platformy investičního crowdfundingu s povolením obchodníka s cennými papíry ale současně zaručuje investorům a emitentům vysokou míru ochrany. Je však otázkou, jestli se, vzhledem k tomu, že investiční crowdfunding zpravidla zprostředkovává menší investice, jedná o míru ochrany úměrnou a nezbytnou, a to s ohledem na udržitelnost tohoto modelu z pohledu platformy.

ZPKT upravuje taktéž i veřejnou nabídku cenných papírů. Klíčová pro činnost crowdfundingových platform je především v § 34 odst. 4 písm. g) uvedená výjimka z povinnosti uveřejnit prospekt pro tzv. *malé emise*, tj. nabídky cenných papírů, jejichž celková hodnota protiplnění je nižší než částka 1 mil. EUR za cenné papíry nabízené ve všech členských státech EU v průběhu 12 měsíců.

2.2.5 Praktické aspekty fungování crowdfundingové platformy Fundlift

Fundlift, který zahájil provoz v květnu roku 2016, je v současnosti jediná platforma investičního crowdfundingu v ČR. Po prvním roce fungování má Fundlift okolo 5 100 investorů a zprostředkoval investice v hodnotě přes 83 milionů korun. Platforma zprostředkovává jen tzv. *malé emise*, které využívají výjimky z povinnosti uveřejnit prospekt podle § 34 odst. 4 písm. g) ZPKT. Průměrná hodnota jedné emise se pohybuje okolo 5 milionů korun, ale postupně roste s rostoucím ekosystémem investorů. Minimální investice je 500 korun, přičemž průměrná investice dosahuje 30 tisíc korun.²³⁶ Průměrná splatnost nabízených investičních nástrojů jsou 3 roky.²³⁷

²³⁶ viz www.fundlift.cz

²³⁷ LAWREN, Andrea. *Crowdfunding – investice budoucnosti*. Přednáška Klubu investorů, 5.4.2017, dostupné na <https://www.youtube.com/watch?v=Y7LdZhYAKPk>

Provozovatelem platformy www.fundlift.cz je společnost Fundlift s.r.o. Fundlift nicméně slouží jen jako platforma pro zveřejňování nabídek, samotné investování a investiční služby spojené s investováním do investičních nástrojů prostřednictvím Fundliftu jsou poskytovány společností Roklen360 a.s. (dále jen „Roklen“), která je držitelem licence obchodníka s cennými papíry a zároveň držitelem povolení platební instituce pro platební služby ve smyslu § 3 písm. c), e), f) ZPS.

Fundlift nabízí investice do společností prostřednictvím koupě konvertibilních investičních certifikátů nebo minibondů. Co se týká minibondů, jedná se o dluhopis podle DluhZ a tedy o jednoduchý investiční nástroj ve smyslu § 15k odst. 2 písm. b) ZPKT, na který lze uplatnit výjimku z povinnosti aplikovat test vhodnosti. Konvertibilní investiční certifikáty pak představují formu dluhového cenného papíru, který umožňuje v návaznosti na výskyt konverzní události (typicky prodej společnosti nebo další kolo financování) konvertovat tento dluhový cenný papír na podíl na společnosti. CESR nicméně zastává stanovisko, že konvertibilní certifikáty patří mezi finanční nástroje, které v sobě zahrnují derivát a nemohou tak být, pro potřeby testu vhodnosti, považovány za nekomplexní.²³⁸

2.2.5.1 Proces investování z pohledu investora²³⁹

Proces investování z pohledu investora je následující:

- (i) Investor se zaregistruje na Fundliftu, čímž dojde k aktivaci uživatelského účtu. Součástí online registrace je identifikace investora v souladu s AML zákonem a to prostřednictvím poskytnutí požadovaných údajů a kopie dvou dokladů a výpisu bankovního účtu a provedením ověřovací platby. Jedná se tedy o využití postupu převzetí identifikace podle § 11 AML zákona.
- (ii) Investor uzavře smlouvu o poskytování investičních a platebních služeb se společností Roklen, obchodníkem s cennými papíry, čímž dojde k otevření majetkového účtu vedeného společností Roklen. Majetkový účet slouží k evidenci investičních nástrojů a peněžních prostředků. Roklen využívá výjimky, uvedené v § 15k odst. 1 ZPKT, z povinnosti vyžadovat od investorů

²³⁸ viz CESR. *Q&A: MiFID complex and non-complex financial instruments for the purpose of the Directive's appropriateness requirements*. CESR/09-559, 3.11.2009, str. 12: „CESR believes that convertible bonds, reverse convertible bonds and other exchangeable bonds can be regarded as bonds embedding a derivative and thus ineligible to be regarded as non-complex instruments for the purposes of the appropriateness test.“

²³⁹ viz *Všeobecné podmínky pro užívání portálu Fundlift*. Dostupné na https://www.fundlift.cz/static/assets/fundlift-vseobecne_podminky_uzivani_stranek.pdf

informace o jejich odborných znalostech a zkušenostech v oblasti investic podle § 15i ZPKT. Činí tak pravděpodobně z titulu toho, že cenné papíry obchodované na Fundliftu jsou jednoduché investiční nástroje ve smyslu § 15k odst. 2 ZPKT (k pochybnostem ohledně konvertibilního investičního certifikátu viz výše) a investoři jsou o tomto postupu informováni. Roklen takto postupuje v souvislosti s tím, že investorům na Fundliftu neposkytuje investiční poradenství a nevydává žádná investiční doporučení.

- (iii) Investor si vybere projekt, do kterého chce investovat, a rozhodne se, v jaké výši a prostřednictvím jakého nabízeného investičního nástroje chce investovat.
- (iv) Investor dá elektronicky prostřednictvím Fundliftu pokyn Roklenu, jakožto obchodníkovi s cennými papíry, k úpisu nebo k nákupu určených investičních nástrojů. Pokyn se pro investora stává závazným v okamžiku jeho úhrady připsáním peněžních prostředků na bankovní účet Roklenu.
- (v) Investor zaplatí kupní cenu investičních nástrojů v určené výši, která je následně blokována na účtu do doby, než dojde k dosažení minimální výše úpisu pro daný projekt. V případě, že emise není realizována z důvodu nenaplnění cílové částky je částka odpovídající kupní ceně vrácena na majetkový účet investora.
- (vi) Po dosažení minimální výše úpisu jsou zakoupené investiční nástroje převedeny na majetkový účet investora. Komunikaci mezi investory a emitentem a výplatu úroků zajišťuje Roklen jakožto agent emise.

2.2.5.2 Proces získání financování ze strany emitenta²⁴⁰

Proces získání financování ze strany emitenta je následující:

- (i) Emitent se zaregistruje na Fundliftu, čímž dojde k aktivaci uživatelského účtu.
- (ii) Emitent prostřednictvím Fundliftu podá žádost o financování projektu.
- (iii) V případě kladného posouzení žádosti dojde k uzavření smluvní dokumentace ohledně zajištění úpisu investičních nástrojů mezi emitentem a Roklenem. Součástí je i identifikace emitenta v souladu s AML zákonem, a to mj. včetně uvedení informací o politické exponovanosti a všech konečných vlastníků projektu a odpovídajících informacích o nich.

²⁴⁰ viz *Všeobecné podmínky pro užívání portálu Fundlift*. Dostupné na https://www.fundlift.cz/static/assets/fundlift-vseobecne_podminky_uzivani_stranek.pdf

- (iv) Emitent ve spolupráci s Fundliftem připraví a spustí kampaň pro propagaci projektu a zveřejní emisní podmínky.
- (v) V případě, že ve stanovené lhůtě budou od investorů vybrány požadované peněžní prostředky, dojde k emisi investičních nástrojů; Podle pravidel Fundliftu musí být maximální výše emise, resp. celková hodnota protiplnění, nižší než 1 milion EUR za cenné papíry nabízené ve všech členských státech EU v průběhu 12 měsíců. Fundlift tedy mívá výjimku z povinnosti uveřejnit prospekt podle § 34 odst. 4 písm. g) ZPKT.
- (vi) Investiční nástroje jsou upsány a převedeny na majetkové účty investorů a peněžní prostředky jsou převedeny na účet emitenta. Realizaci úpisu a vypořádání zajišťuje Roklen, jakožto agent emise.

2.2.5.3 Hodnocení platformy

Pozitivně lze hodnotit koncept Fundliftu z regulatorního hlediska, a to z důvodu využití obchodníka s cennými papíry, který, jakožto regulovaný subjekt pod dohledem ČNB, musí vyhovět poměrně přísným regulatorním požadavkům, a to například včetně požadavků na ochranu majetku zákazníků. V případě neschopnosti obchodníka s cennými papíry plnit své závazky navíc mohou jeho zákazníci získat náhradu z Garančního fondu obchodníků s cennými papíry.

Hodnocení platformy z pohledu vlastníků projektů

Fundlift nenabízí investice pouze do technologických společností, ale zaměřuje se na inovativní společnosti z různých oborů, které potřebují růstový kapitál. Zároveň preferuje projekty, které, byť nemusí být při podání žádosti ziskové, musí vykazovat tržby a platící zákazníky. Koncept je z hlediska financování vhodný především pro menší, rozvíjející se společnosti s úspěšným produktem v segmentu *business-to-consumer* (B2C). Typicky se jedná o společnosti, které nejsou technologickými start-upy a obtížněji tedy oslovují sektorově zaměřené fondy rizikového kapitálu a andělské investory, a zároveň doposud nedosáhnou na bankovní financování, nebo na něj dosáhnou jen částečně.

Na druhou stranu by si každý zájemce měl uvědomit nákladnost tohoto typu financování, byť ve srovnání s dostupnými alternativami se často jedná o výhodnější variantu. Krom průměrného úroků z nabízených investičních nástrojů ve výši 6-8 % p.a., je potřeba počítat i s provizí platformy v případě úspěšného financování,

a to ve výši 5 % z financované částky. Nad to může nicméně Fundlift, respektive Roklen, požadovat i odměnu za některé další služby související s financováním projektu a emisí.

Hodnocení platformy z pohledu investorů

Z pohledu investora lze jako výhodu vnímat možnost investovat již od malých částek, přičemž provizi platformy a obchodníka s cennými papíry hradí emitent.

Fundlift nicméně neuděluje nabízeným projektům rating ani jinou formu hodnocení jejich rizikovosti, byť v tomto směru upozorňuje, že se jedná o investici alternativní a rizikovou, a posouzení ponechává na investorech. Lze se nicméně domnívat, že vysoká rizikovitost investice není investorům, mnohdy s nulovou zkušeností s tímto druhem investování, dostatečně zdůrazňována, byť výčet obecných rizik souvisejících s crowdfundingovou investicí je uveden ve všeobecných podmínkách pro užívání a při registraci musí investor výslovně odsouhlasit i poučení o rizicích.

Jako problematickou lze vnímat i absenci sekundárního trhu s nabízenými investičními nástroji a z toho vyplývající nízkou likviditu těchto nástrojů. Případný zájemce o následný převod investičního nástroji si protistranu musí sám najít protistranu a transakci zrealizovat.

ZÁVĚR

Unie kapitálových trhů slibuje otevřít cestu k mobilizaci soukromého kapitálu a jeho snadnému investování napříč celou EU, k lepší distribuci kapitálu od investorů ke společnostem poptávajícím finanční zdroje, a k podpoře reálné ekonomiky.

Součástí této iniciativy je i snaha oživit evropský trh se sekuritizacemi, v důsledku čehož má dojít ke zlepšení efektivity a stability finančního systému, a k usnadnění přístupu SME k financování. Za tímto účelem Evropská komise představila návrh nařízení o sekuritizaci, který nejenže sjednocuje úpravu sekuritizace, ale současně představuje kritéria pro kvalifikované sekuritizace.

Představený návrh nařízení o sekuritizaci je vítaným posunem v právní úpravě sekuritizace, byť tato práce identifikovala několik jeho zásadních nedostatků. Primárně se jedná o pochybnosti ohledně skutečné jednoduchosti JTS sekuritizací v důsledku umožnění tranšování. Dále práce poukazuje na nedostatečný a roztržitý dohled, přičemž s ohledem na nedávnou zkušenost se sekuritizacemi není radno jejich regulaci a dohled nad nimi podceňovat. Tato práce nicméně zpochybňuje i samotnou premisu, že uvolnění kapitálu bank v souvislosti se sekuritizací jejich úvěrů povede k poskytování nových úvěrů směrem k SME. Je tedy přinejmenším rozporuplné, ne-li přímo nepravděpodobné, že v současnosti navrhovaná právní úprava sekuritizace ve svém důsledku zásadním způsobem přispěje k proklamovanému zlepšení přístupu SME k financování.

Pro zlepšení přístupu k financování především u mladých a inovativních společností Evropská komise vkládá naděje do crowdfundingu. Analýza praktického fungování crowdfundingových platforem jako Fundlift a PujcMeFirme.cz ukazuje, že crowdfunding má do budoucna potenciál stát se důležitým zdrojem alternativního financování SME. I přes rychlý růst v posledních letech nicméně fungování crowdfundingových platforem zůstává spíše okrajovou záležitostí na úrovni jednotlivých členských států, přičemž přeshraniční expanze crowdfundingových platforem je spíše ojedinělá. Takový stav však ani zdaleka nevyužívá potenciálu celoevropského kapitálového trhu, a cílům Unie kapitálových trhů se tak přibližuje jen pozvolna.

Některé z příčin současné situace analyzovala i tato práce, přičemž se pokusila identifikovat některé překážky, bránící crowdfundingovým platformám v efektivním

fungování, a to napříč EU. V první řadě by rozvoji napomohl specifický právní rámec, harmonizující crowdfunding na evropské úrovni a usnadňující poskytování souvisejících služeb v rámci celé EU. Zároveň by bylo vhodné při jeho tvorbě zohlednit specifika crowdfundingu, tedy jak rizika s ním související, tak i příležitosti. Ve vztahu k rizikům by bylo vhodné harmonizovat požadavky na provádění hloubkových kontrol platformami, jejich informační povinnost a přijetí opatření pro případ jejich selhání. Crowdfunding zároveň nabízí i příležitost, jak velmi efektivně a srozumitelně propojit investory s vlastníky projektů. Díky tomu by šlo uvažovat o tom, že u některých kvalifikujících se investic by byla povinnost uveřejnit prospekt nahrazena povinností sdělit klíčové informace investorům prostřednictvím crowdfundingové platformy, a to jasnou, srozumitelnou a neklamavou formou.

Závěrem nezbývá než se pokusit odpovědět na v úvodu položenou otázku: může současná a případně plánovaná právní úprava sekuritizace a crowdfundingu zajistit lepší přístup malých a středních podniků k financování? Zatímco u současné a v současnosti plánované právní úpravy sekuritizace se to zdá být v lepším případě pochybné, u crowdfundingu lze pozorovat značný potenciál usnadnit přístup některých typů SME k financování, a to i přes současný regulační rámec. Jeho úpravou, která by zohledňovala specifika crowdfundingu a usnadňovala jeho přeshraniční fungování, by mohlo dojít k jeho dalšímu rozvoji.

SEZNAM POUŽITÝCH ZKRATEK

ABCP	obchodní cenné papíry zajištěné aktivy
ABS	cenné papíry zajištěné aktivy
AFME	Asociace pro Finanční Trhy v Evropě
AIF	alternativní investiční fond
AIFM	správce alternativního investičního fondu
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 (EU) č. 1060/2009 a (EU) č. 1095/2010
AML	zákon č. 253/2008 Sb., o některých opatřeních proti legalizaci výnosů z trestné činnosti a financování terorismu
AMLD	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
B2C	business to consumer
BankZ	zákon č. 21/1992, o bankách, ve znění pozdějších předpisů
BCBS	Basilejský výbor pro bankovní dohled
CESR	Committee of European Securities Regulators
CLO	kolateralizovaný úvěrový závazek
CRA III	nařízení Evropského parlamentu a Rady (ES) č. 1060/2009 ze dne 16. září 2009 o ratingových agenturách
CRD IV	směrnice Evropského parlamentu a Rady č. 2013/36/EU ze dne 26. června 2013 o přístupu k činnosti úvěrových institucí a o omezitelném dohledu nad úvěrovými institucemi a investičními podniky, o změně směrnice 2002/87/ES a zrušení

směrnice 2006/48/ES a 2002/49/ES

CRR	nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 575/2013 ze dne 26. června 2013 o obezřetnostních požadavcích na úvěrové instituce a investiční podniky a o změně nařízení EU č. 648/2012
ČNB	Česká národní banka
ČR	Česká republika
DluhZ	zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech, ve znění pozdějších předpisů
EBA	Evropský orgán pro bankovníctví
ECB	Evropská centrální banka
ESMA	Evropský orgán pro cenné papíry a trhy
EU	Evropská unie
FCA	Financial Conduct Authority
GDPR	nařízení Evropského parlamentu a Rady (ES) č. 2016/679 ze dne 27. dubna 2016 o ochraně fyzických osob v souvislosti se zpracováním osobních údajů a o volném pohybu těchto údajů a o zrušení směrnice 95/46/ES
IFRS	Mezinárodní standardy účetního výkaznictví
IOSCO	Mezinárodní organizace sdružující komise pro cenné papíry
JTS	jednoduché, transparentní a standardizované
MiFID	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
MiFIR	nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 600/2014 ze dne 15. května 2014 o trzích

	finančních nástrojů a o změně nařízení (EU) č. 648/2012
ObčZ	zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, ve znění pozdějších předpisů
P2B	peer-to-business
P2P	peer-to-peer
PSD	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, 2005/60/ES a 2006/48/ES a zrušuje směrnice 97/5/ES
PSD II	směrnice Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 2015/2366 ze dne 25. listopadu 2015 o platebních službách na vnitřním trhu, kterou se mění směrnice 2002/65/ES, 2009/110/ES a 2013/36/EU a nařízení (EU) č. 1093/2010 a zrušuje směrnice 2007/64/ES
RMBS	cenné papíry zajištěné hypotékami pro domácnosti
SEC	Securities Exchange Commission
SJSÚ	sekuritizační jednotka pro speciální účel
SKIPCP	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
SME	malé a střední podniky
SPV	jednotka pro speciální účel
VČB	vyhláška (ČNB) č. 163/2014 Sb., o výkonu činnosti bank, spořitelních a úvěrních družstev a obchodníků s cennými papíry
ZISIF	zákon č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů
ZPKT	zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů
ZPS	zákon č. 284/2009 Sb., o platebním styku, a související prováděcí vyhlášky, ve znění pozdějších předpisů

SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ

Literatura

1. BERAN, Jiří et al. *Zákon o platebním styku. Komentář*, 1. vyd. Praha: C.H.Beck, 2011. Beckovy malé komentáře. ISBN 978-80-7400-369-1
2. CHALUPA, Ivan, REITERMAN, David. *Cenné papíry. Základy soukromého práva IV*. 1. vydání. Praha: C.H.Beck, 2014. Beckova skripta. ISBN 978-80-7400-542-8
3. FABOZZI, Frank J., KOTHARI, Vinod. *Introduction to securitisation*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2008
4. HULMÁK, Milan a kol. *Občanský zákoník V. Závazkové právo. Obecná část (§ 1721 – 2054)*. 1. vydání, Praha: C.H.Beck, 2014. Velké komentáře. ISBN 978-80-7400-535-0
5. HUSTÁK, Zdeněk. *Crowdfunding – nové příležitosti a regulatorní implikace*. Biatec 23(5), 2015
6. ILLMANN, Erik. *Reform of the Prospectus Regime*. Diplomová práce, Právnická fakulta Univerzity Karlovy, 2016
7. JÍLEK, Jiří. *Finanční a komoditní deriváty v praxi*. 2. vydání. Praha: Grada Publishing, a.s. 2010. Finanční trhy a instituce. ISBN 978-80-247-3696-9
8. JIŘINOVÁ, Kateřina. *Crowdfunding a jeho druhy*. Bankovníctví 2015(3), 2015
9. KRÓL, Jiří. *Regulace sekuritizace: promarněná příležitost?* Bankovníctví 3/2016
10. MEJSTŘÍK, Michal, PEČENÁ, Magda, TEPLÝ, Petr. *Bankovníctví v teorii a praxi – Banking in theory and practice*. Praha: Karolinum. 2014. ISBN 978-80-246-2870-7
11. NASSR, Kousar Iota, WEHINGER, Gert. *Unlocking SME finance through market-based debt: securitisation, private placements and bonds*. OECD Journal: Financial Market Trends. Volume 2014/2
12. PESLAR, Ondřej. *P2P úvěrování a jeho právní úprava v České republice*. Diplomová práce. Právnická fakulta Masarykovy univerzity, 2017

13. RICHTER, Tomáš. *Insolvenční právo*. 2. vydání. Praha: Wolter Kluwer ČR, a.s., 2017. ISBN 978-80-7552-444-7
14. TEPLÝ, Petr. *Řízení úvěrového rizika v českých bankách*. Diplomová práce. Karlova univerzita, Fakulta sociálních věd. 2002
15. URBANCOVÁ, Barbora. *Právní a ekonomické aspekty sekuritizace*. Disertační práce. Karlova univerzita, Právnická fakulta. 2012
16. VÉRON, Nicolas, WOLFF, Guntram. *Capital Markets Union: A vision for the long term*. Journal of Financial Regulation, Vol. 2, No. 1. 2016
17. WEHINGER, Gert. *Bank deleveraging, the move from bank to market-based financing, and SME financing*. OECD Journal: Financial Markets Trends. Volume 2012/1
18. WOOD, Phillip. *Law and Practice of International Finance*. University Edition. London: Thomson Reuters (Professional) UK Limited. 2008. ISBN 9781847032140
19. ZAHŘÁNKOVÁ, Jana. *Finanční crowdfunding*. Rigorózní práce, Právnická fakulta Masarykovy univerzity, 2016
20. ZAVÁZALOVÁ, Helena. *P2P platformy – riskantní ale alternativní*. Bankovníctví 2015(3), 2015

Elektronické zdroje

1. AFME. *STS Securitisation: will the new Framework deliver for Europe?* 31. října 2016. Dostupné na <https://www.afme.eu/globalassets/downloads/briefing-calls/afme-members-briefing-call-sts-securitisation-oct-2016.pdf>
2. ANTONIADES, Adonis, TARASHEV, Nikola. *Securitisations: tranching concentrates uncertainty*. BIS Quarterly Review, Prosinec 2014
3. BANK OF ENGLAND, EUROPEAN CENTRAL BANK. *The case for a better functioning securitisation market in the European Union*. A discussion paper. Květen 2014, dostupné na http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1412f.pdf
4. BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION. *Basel III Document: Revisions to the Securitisation Framework*. 11. prosince 2014, dostupné na

- <http://www.bis.org/bcbs/publ/d303.pdf>; revidovaná verze z července 2016
dostupná na <http://www.bis.org/bcbs/publ/d374.htm>
5. BERTRAY, Ata, GONG, Di., WAGNER, Wolf. *Securitisation and growth: the collateral matters*. VoxEU, 2. 11. 2015. Dostupné na: <http://www.voxeu.org/article/securitisation-and-growth-collateral-matters>
 6. BROŽEK, Tomáš., REITERMAN, David. *Sekuritizace aktiv po rekodifikaci*. Epravo.cz, 23.6.2014, dostupné na <https://www.epravo.cz/top/clanky/sekuritizace-aktiv-po-rekodifikaci-94375.html>
 7. CESR. *Q&A: MiFID complex and non-complex financial instruments for the purpose of the Directive's appropriateness requirements*. CESR/09-559, 3.11.2009, dostupné na https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/09_559.pdf
 8. CLIFFORD CHANCE. *A never ending road: New aspects in the regulation of securitisation*. 2015. Dostupné na https://www.cliffordchance.com/briefings/2015/06/a_never_ending_road-newaspectsinth.html
 9. CLIFFORD CHANCE. *Political Agreement Reached on The Securitisation Regulation*. Client briefing, 14.6.2017, dostupné na https://www.cliffordchance.com/briefings/2017/06/political_agreementreachedonthesecuritisation.html
 10. COMMAIN, Sebastien. *The securitisation regulation: missing the target?* College of Europe Policy Brief No. 16, Říjen 2016, dostupné na https://www.coleurope.eu/sites/default/files/research-paper/commain_cepob_16-16.pdf
 11. COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS. *CESR's response to questions 15-18 and 20-25 of the European Commission Request for Additional Information in Relation to the Review of MiFID*. CESR/10-860, 29.7.2010, dostupné na <https://www.esma.europa.eu/document/cesr's-responses-questions-15-18-and-20-25-european-commission-request-additional>

12. EBA. *Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding*. 26. 2. 2015, str. 13, dostupné na [https://www.eba.europa.eu/documents/10180/983359/EBA-Op-2015-03+\(EBA+Opinion+on+lending+based+Crowdfunding\).pdf](https://www.eba.europa.eu/documents/10180/983359/EBA-Op-2015-03+(EBA+Opinion+on+lending+based+Crowdfunding).pdf)
13. ECB. *Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area*, October 2015 to March 2016. Červen 2016, dostupné na <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/accesstofinancesmallmediumsizedenterprises201606.en.pdf?c96d449e601cbe6c87d2e67d54e68c70>
14. ESMA SECURITIES AND MARKETS STAKEHOLDER GROUP. *Position Paper „Crowdfunding“*, 10. 4. 2014, str. 2, dostupné na <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-sm-sg-010.pdf>
15. ESMA. *Advice: Investment-based crowdfunding*. 18. 12. 2014, str. 10, dostupné na https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1560_advice_on_investment-based_crowdfunding.pdf
16. ESMA. *Guidelines: Guidelines on key concepts of the AIFMD*. ESMA/2013/611, 13.8.2013, dostupné na https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2013-600_final_report_on_guidelines_on_key_concepts_of_the_aifmd_0.pdf
17. ESMA. *Response to the Commission Consultation Document on Capital Markets Union Mid-Term Review 2017*. ESMA 31-68-147, 4.4.2017, str. 12, dostupné na https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma31-68-147_esma_response_to_cmu_mid-term_review.pdf
18. EUROPEAN BANKING AUTHORITY. *EBA report on qualifying securitisation. Response to the Commission's call for advice of January 2014 on long-term financing*. Dostupné na <https://www.eba.europa.eu/documents/10180/950548/EBA+report+on+qualifying+securitisation.pdf>
19. EUROPEAN PARLIAMENTARY RESEARCH SERVICE. *Crowdfunding in Europe, Introduction and state of play*. Briefing. PE 595.882, leden 2017, dostupné na

[http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2017/595882/EPRS_BRI\(2017\)595882_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2017/595882/EPRS_BRI(2017)595882_EN.pdf)

20. EVROPSKÁ KOMISE: *Sdělení Komise Evropskému Parlamentu, radě, Evropskému hospodářskému a sociálnímu výboru a výboru regionů: Uvolnění potenciálu skupinového financování v Evropské unii*. COM(2014) 172 final, 2. 4. 2014, dostupné na <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/PDF/?uri=CELEX:52014DC0172&from=CS>
21. EVROPSKÁ KOMISE. *Capital Markets Union: EU reaches agreement on reviving securitisation market*. Press release, 30.5.2017, dostupné na http://europa.eu/rapid/press-release_IP-17-1480_en.htm
22. EVROPSKÁ KOMISE. *Commission staff working document – Crowdfunding in the EU Capital Markets Union*. SWD(2016) 154 final, 3.5.2016, str.18-20, dostupné na <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/10102/2016/EN/10102-2016-154-EN-F1-1.PDF>
23. EVROPSKÁ KOMISE. *Commission staff working document – impact assessment accompanying the document Proposal for a regulation of the European parliament and of the Council on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading*. SWD(2015) 255 final, 30.11.2015, dostupné na <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/10102/2015/EN/SWD-2015-255-F1-EN-MAIN-PART-1.PDF>
24. 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. 30.9.2015, dostupné na <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0468&from=EN>
25. FINANCE WATCH. *STS securitisation Q&A: what are the positives and what to watch out for*. Dostupné na <http://www.finance-watch.org/iframe/././STS-securitisation-QA-FinanceWatch2015.pdf>
26. FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY. *The FCA's regulatory approach to crowdfunding over the internet, and the promotion of non-readily realisable*

- securities by other media*. Policy Statement P214/4. Březen 2014, str. 6, dostupné na <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps14-04.pdf>
27. HAKVOORT, Anne. *Most important regulatory obstacles to cross border crowdfunding*. FG Lawyers, 2017. Dostupné na <http://www.fglawyersamsterdam.com/wp-content/uploads/2017/01/2017JAN-Most-important-regulatory-obstacles-to-cross-border-crowdfunding.pdf>
 28. HOSPODÁŘSKÉ NOVINY. *Financování z daňového ráje dorazilo do Česka*. 10.10.2003, dostupné na <http://archiv.ihned.cz/c1-13485580-financovani-z-danoveho-raje-dorazilo-do-ceska>
 29. KIRBY, Eleanor, WORNER, Shane. *Crowd-funding: an infant industry growing fast*. Staff working paper of the IOSCO Research Department, 2014, dostupné na <https://www.iosco.org/research/pdf/swp/Crowd-funding-An-Infant-Industry-Growing-Fast.pdf>
 30. KRAEMER-EIS, Helmut, PASSARIS, George, TAPPI, Alessandro, INGLISA, Giovanni. *SME securitisation – at a crossroads?* European Investment Fund Working paper 2015/31, December 2015, dostupné na http://www.eif.org/news_centre/publications/eif_wp_31.pdf
 31. LAWREN, Andrea. *Crowdfunding – investice budoucnosti*. Přednáška Klubu investorů, 5.4.2017, dostupné na <https://www.youtube.com/watch?v=Y7LdZhYAKPk>
 32. Průvodce investora platformy pujcmefirme.cz, dostupný na https://pujcmefirme.cz/Content/documents/PRUVODCE_INVESTORA_pujcmefirme.cz.pdf
 33. Průvodce žadatele platformy pujcmefirme.cz, dostupný na https://pujcmefirme.cz/Content/documents/PRUVODCE_ZADATELE.pdf
 34. PWC. *Securitisation: the great accounting debate, conduits – „on or off“ balance sheet under IFRS*. Dostupné na: <http://www.pwc.com/gx/en/structured-finance/pdf/conduit.pdf>
 35. RAIFFEISEN BANK. Tisková zpráva ze dne 23.3.2006, dostupné na [84](https://www.rb.cz/en/attachements/pdf/infoservice/media/press-releases/press-</div><div data-bbox=)

[releases-mmvi/raiffeisen-international-group-signs-first-synthetic-securitization-with-kfw-in-cee.doc](http://www.raiffeisen-international-group-signs-first-synthetic-securitization-with-kfw-in-cee.doc)

36. SEDLÁČEK, Tomáš. *Sekuritizace*. Osnova k předmětu Obchodní právo v případových studiích. 2008. Dostupné na <http://www.prf.cuni.cz/dokumenty-download/1404044932/>
37. Všeobecné podmínky pro užívání portálu Fundlift. Dostupné na https://www.fundlift.cz/static/assets/fundlift-vseobecne_podminky_uzivani_stranek.pdf
38. WHITE & CASE. *European securitisation: making a comeback?* 19. května 2016. Dostupné na <https://www.whitecase.com/publications/insight/european-securitisation-making-comeback>

Právní předpisy

1. Nařízení Evropské centrální banky (ES) č. 24/2009 ze dne 19. prosince 2008, o statistice aktiv a pasiv účelových finančních společností zapojených do sekuritizačních transakcí (ECB/2008/30)
2. Nařízení Evropského parlamentu a Rady (ES) č. 1060/2009 ze dne 16. září 2009 o ratingových agenturách
3. Nařízení Evropského parlamentu a Rady (ES) č. 2016/679 ze dne 27. dubna 2016 o ochraně fyzických osob v souvislosti se zpracováním osobních údajů a o volném pohybu těchto údajů a o zrušení směrnice 95/46/ES
4. Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 1286/2014 ze dne 26. listopadu 2014 o sdělení klíčových informací týkajících se strukturovaných retailových investičních produktů a pojistných produktů s investiční složkou
5. Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 575/2013 ze dne 26. června 2013 o obezřetnostních požadavcích na úvěrové instituce a investiční podniky a o změně nařízení (EU) č. 648/2012
6. Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 600/2014 ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně nařízení (EU) č. 648/2012

7. Nařízení Komise v přenesené pravomoci ze dne 10. října 2014, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 575/2013, pokud jde o požadavek na úvěrové instituce týkající se krytí likvidity
8. Návrh nařízení Evropského parlamentu a Rady COM(2015) 472 final ze dne 30.9.2015, kterým se stanoví společná pravidla pro sekuritizaci a vytváří se evropský rámec pro jednoduchou, transparentní a standardizovanou sekuritizaci a kterým se mění směrnice 2009/65/ES, 2009/138/ES, 2011/61/EU a nařízení (ES) č. 1060/2009 a (EU) č. 648/2012
9. Návrh nařízení Evropského parlamentu a Rady COM(2015) 473 final ze dne 30.9.2015, o změně nařízení (EU) č. 575/2013 o obezřetnostních požadavcích na úvěrové instituce a investiční podniky.
10. Návrh směrnice Evropského parlamentu a Rady, kterým se mění směrnice (EU) 2015/849 o předcházení využívání finančního systému k praní peněz nebo financování terorismu a směrnice 2009/101/ES
11. 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
12. 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
13. Směrnice Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 2015/2366 ze dne 25. listopadu 2015 o platebních službách na vnitřním trhu, kterou se mění směrnice 2002/65/ES, 2009/110/ES a 2013/36/EU a nařízení (EU) č. 1093/2010 a zrušuje směrnice 2007/64/ES
14. 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, ve znění směrnice Evropského parlamentu a Rady 2010/73/EU ze dne 24. listopadu 2010, kterou se mění směrnice 2003/71/ES o prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování, a směrnice 2004/109/ES o

harmonizaci požadavků na průhlednost týkajících se informací o emitentech, jejichž cenné papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu

15. 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
16. 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, 2005/60/ES a 2006/48/ES a zrušuje směrnice 97/5/ES
17. Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2009/138/ES ze dne 25. listopadu 2009 o přístupu k pojišťovací a zajišťovací činnosti a jejím výkonu (Solventnost II)
18. 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)
19. 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 (EU) č. 1060/2009 a (EU) č. 1095/2010
20. Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2013/36/EU ze dne 26. června 2014 o přístupu k činnosti úvěrových institucí a o obezřetnostním dohledu nad úvěrovými institucemi a investičními podniky
21. 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 směrnice 2008/48/ES a 2013/36/EU a nařízení (EU) č. 1093/2010
22. Směrnice Evropského parlamentu a Rady č. 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
23. Směrnice Evropského parlamentu a Rady č. 2008/48/ES ze dne 23. dubna 2008 o smlouvách o spotřebitelském úvěru a o zrušení směrnice Rady 87/102/EHS
24. Směrnice Evropského parlamentu a Rady č. 2013/36/EU ze dne 26. června 2013 o přístupu k činnosti úvěrových institucí a o obezřetnostním dohledu nad

úvěrovými institucemi a investičními podniky, o změně směrnice 2002/87/ES a zrušení směrnice 2006/48/ES a 2002/49/ES

25. Směrnice Evropského parlamentu a Rady č. 95/46/ES ze dne 24. října 1995 o ochraně fyzických osob v souvislosti se zpracováním osobních údajů a o volném pohybu těchto údajů
26. vyhláška (ČNB) č. 163/2014 Sb., o výkonu činnosti bank, spořitelních a úvěrních družstev a obchodníků s cennými papíry, ve znění pozdějších předpisů
27. vyhláška č. 141/2011 Sb., o výkonu činnosti platebních institucí, institucí elektronických peněz, poskytovatelů platebních služeb malého rozsahu a vydavatelů elektronických peněz malého rozsahu
28. zákon č. 101/2000 Sb., o ochraně osobních údajů, ve znění pozdějších předpisů
29. zákon č. 182/2006 Sb., insolvenční zákon, ve znění pozdějších předpisů
30. zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech, ve znění pozdějších předpisů
31. zákon č. 21/1992, o bankách, ve znění pozdějších předpisů
32. zákon č. 229/2002 Sb., o finančním arbitrovi, ve znění pozdějších předpisů
33. zákon č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů
34. zákon č. 253/2008 Sb., o některých opatřeních proti legalizaci výnosů z trestné činnosti a financování terorismu
35. zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu , ve znění pozdějších předpisů
36. zákon č. 257/2016 Sb., o spotřebitelském úvěru, ve znění pozdějších předpisů
37. zákon č. 284/2009 Sb., o platebním styku, ve znění pozdějších předpisů
38. zákon č. 480/2004 Sb., o některých službách finanční společnosti, ve znění pozdějších předpisů

SHRNUTÍ

Alternativní financování malých a středních podniků

Diplomová práce zkoumá, jestli současná a plánovaná právní úprava sekuritizace a crowdfundingu může vést ke zlepšení přístupu malých a středních podniků (SME) k financování.

První kapitola se věnuje sekuritizaci, přičemž se zaměřuje především na možnost sekuritizace úvěrů poskytnutým SME. Prostor je věnován zhodnocení výhod a nevýhod sekuritizace, jakožto i sekuritizovaným aktivům a produktům sekuritizace. V další části je popsán mechanismus sekuritizace tradiční i syntetické. Hlavní část této kapitoly se zaměřuje na právní úpravu sekuritizace a jednotlivých kroků sekuritizační transakce, a související analýzu vybraných problematických aspektů z pohledu české právní úpravy. Těžištěm této části je pak představení návrhu nařízení o sekuritizaci, kterým se zavádí kritéria pro kvalifikované sekuritizace. Na závěr kapitoly autor nabízí zhodnocení předkládaného návrhu a vyjadřuje pochybnosti nad jeho předpokládaným pozitivním dopadem na financování SME.

Druhá kapitola je věnována crowdfundingu. Po obecném úvodu a představení základních obchodních modelů crowdfundingu se zbytek kapitoly zaměřuje na finanční crowdfunding, tedy crowdfunding úvěrový (především pak *peer-to-business lending*) a crowdfunding investiční. Těžištěm této kapitoly je pak analýza vybraných právních otázek souvisejících s provozováním finančního crowdfundingu, a konkrétně pak identifikace regulatorního rámce, v rámci něhož lze crowdfunding provozovat. S ohledem na evropský rozměr Unie kapitálových trhů, a s přihlédnutím k tomu, že regulace na úrovni EU značnou měrou ovlivňuje regulatorní požadavky v jednotlivých členských státech, je největší prostor věnován evropské regulaci, ke které autor předkládá i úvahy *de lege ferenda*. Tato kapitola obsahuje rovněž i praktickou analýzu fungování dvou crowdfundingových platforem fungujících na českém trhu.

ABSTRACT

Alternative financing of small and medium-sized enterprises

This thesis analyses whether the legal framework, both present and envisaged, regulating securitisation and crowdfunding is likely to improve the access of small and medium-sized enterprises to financing.

The first chapter focuses on securitisation, with a particular focus on securitisation of SME loans. In doing so it evaluates the costs and benefits associated with securitisation, as well as securitised assets and the products of securitisation. The following part describes the mechanism of both a true sale and a synthetic securitisation. The key part of the chapter, however, deals with the legal framework regulating securitisation as well as each individual step of a securitisation transaction, and analyses several issues that may arise under Czech law in relation to securitisation. Next, the proposal for the securitisation regulation, which proposes criteria for qualified securitisations, is introduced. This chapter concludes with an evaluation of the said proposal and presents a level of scepticism as to its intended positive impact on SME financing.

The second chapter deals with crowdfunding. After a general introduction into crowdfunding and its various business models, the rest of the chapter focuses on financial crowdfunding, i.e. *lending-based crowdfunding* (with a particular focus on *peer-to-business lending*), and *investment-based crowdfunding*. The core of this chapter lies in an analysis of selected legal issues relating to operating a crowdfunding platform, focusing, in particular, on the various regulatory regimes in which a crowdfunding platform can operate. Due to the European dimension of the Capital markets union, and given that EU regulation to a great extent determines and influences regulation in individual member states, a particular focus is given to EU regulation. This chapter also includes an analysis and evaluation of two crowdfunding platforms currently operating in the Czech Republic.

KLÍČOVÁ SLOVA

Unie kapitálových trhů, alternativní financování, sekuritizace, crowdfunding

KEY WORDS

Capital markets union, alternative financing, securitisation, crowdfunding