



Crowdfunding

Slavomíra Salajová, Creative Industry Forum

Ján Mazúr, Právnická fakulta Univerzity Komenského v Bratislave, Crowdberry

Crowdfunding, patriaci medzi alternatívne finančné nástroje, vznikol ako dôsledok rozvoja finančných technológií. V rámci preskúmania akčného plánu únie kapitálových trhov bola v prvej polovici roka 2017 zverejnená verejná konzultácia, ktorá má okrem iného priniesť odpoveď na otázku, ako môže Európska komisia podporiť ďalší rozvoj riešení FinTech v oblasti nebankového financovania. Cieľom únie je okrem iného vytvoriť optimálne prostredie pre investorov zo širokej verejnosti, aby s využitím finančných technológií mohli priamo investovať vlastné finančné zdroje do podnikateľských, ale aj sociálnych projektov. Európska komisia sa tak v súčasnosti zameriava na analýzu podmienok a potrieb prostredia, ako aj na určenie vhodnej právnej regulácie. Tomuto cieľu by mal prispieť aj stredo európsky projekt CROWD-FUND-PORT, do ktorého je zapojená aj Slovenská republika. Projekt je financovaný z programu Interreg Central Europe.

CROWDFUNDING AKO NÁSTROJ KAPITÁLOVÉHO TRHU EÚ

Európska komisia (Komisia) zverejnila v júni 2017 výsledky preskúmania¹ akčného plánu kapitálových trhov EÚ², ktorého cieľom je položiť základné piliere únie kapitálových trhov do roku 2019. Komisia od septembra 2015 zrealizovala 20 z 33 opatrení oznámených v akčnom pláne únie kapitálových trhov, vďaka ktorým by sa mali odstrániť prekážky cezhraničného investovania a aj znižovať náklady na financovanie. Únia kapitálových trhov má posilniť hospodársku a menovú úniu podporením hospodárskej a sociálnej konvergencie, čo má napomôcť aj absorbovaniu hospodárskych šokov v eurozóne.

Preskúvanie akčného plánu sa zameralo aj na aktualizáciu výziev únie kapitálových trhov, ktorá musí tiež navrhnuť spôsoby, ako využiť transformačnú silu finančných technológií a ako presmerovať súkromný kapitál na udržateľné investície. Prostredníctvom preskúmania únie kapitálových trhov v polovici trvania Komisia tiež posudzovala, ako môžu finančné technológie (FinTech) prispieť k prehĺbeniu a rozšíreniu kapitálových trhov EÚ. FinTech riešenia, napr. crowdfunding³ ako jeden z alternatívnych nástrojov financovania, patria k príkladom finančných inovácií, ktoré môžu rozšíriť a prehĺbiť kapitálové trhy a nebankové financovanie v rámci EÚ.

V rámci verejnej konzultácie k FinTech,⁴ ktorá sa uskutočnila v prvej polovici roka 2017, Komisia pokračuje v zbieraní informácií o vplyve technológií na finančný sektor. V rámci získania informácií, ako podporovať prístup spotrebiteľov a podnikateľov k finančným službám práve prostredníctvom crowdfundingových platforiem s prvkami sociálnych médií, Komisiu zaujíma, 1. aké sú národné regulácie crowdfundingu, ako podporujú jeho rozvoj a aké sú kritické miesta týchto regulácií, 2. ako môže Komisia podporiť ďalší rozvoj FinTech riešení v oblasti alternatívneho financovania vrátane crowdfundingu, 3. akú minimálnu úroveň transparentnosti by mali platformy spĺňať a či sú samoregulačné mechanizmy dostatočné.

Výsledky konzultácie by mali prispieť k odstráneniu prekážok pre tri hlavné oblasti, ktoré Komisia identifikovala v rámci akčného plánu – zvyšovanie dôvery spotrebiteľov, zmiernenie právnych a regulačných prekážok či rozvoj digitálnych inovácií.

CROWDFUNDING

Crowdfunding predstavuje heterogénnu kategóriu alternatívnych financií, ktorými možno financovať najrôznejšie neziskové, ale aj podnikateľské aktivity. Vznik moderného crowdfundingu môžeme datovať do prvých rokov tohto storočia, keď crowdfunding vznikol primárne ako nástroj kreatívneho priemyslu, ktorý umožnil spotrebiteľom vopred prispieť umelcom na ich tvorbu online, pričom za odmenu často dostali samotný výsledok umeleckej činnosti (CD).⁵ Dnes má crowdfunding mnoho podôb; umožňuje jednotlivcom kolektívne podporovať vývoj a produkciu nových produktov a služieb,⁶ vedu a výskum,⁷ startupy, malé a stredné podniky,⁸ no taktiež reálné produkty. Čo tieto heterogénne kategórie spája, je spravidla online podoba kampaní, ktoré ľuďom ponúkajú možnosť podporiť projekty alebo do nich investovať, ako aj väčšie množstvo podporovateľov, čím sa využíva sila davu (crowd). Pracovná definícia crowdfundingu Komisie definuje crowdfunding ako „otvorenú výzvu verejnosti, typicky uskutočnenú prostredníctvom internetu, financovať špecifický projekt.“⁹ Podobne definujú crowdfunding aj viacerí regulátori či regulačné organizácie.¹⁰ Z financovania projektov sa crowdfunding rozrástol aj na systematické a udržateľné financovanie podnikateľských či neziskových aktivít a je schopný produkovať viacero hodnôt pre spoločnosť: 1. odolnosť a diverzita finančného systému a finančná stabilita – crowdfundingové trhy sú menej koncentrované ako tradičné finančné trhy; crowdfunding presmerováva peniaze na produkty a služby s menej špekulatívnou hodnotou; 2. trhové ceny – objavovanie cien v crowdfundingu je založené na davovom princípe; 3. diverzifikácia financova-

- ¹ https://ec.europa.eu/info/publications/mid-term-review-capital-markets-union-action-plan_en
- ² https://ec.europa.eu/info/publications/action-plan-building-capital-markets-union_en
- ³ Crowdfunding je prekladaný v európskych dokumentoch ako kolektívne investovanie. Tento preklad však úplne nepostihuje obsahový význam crowdfundingu a ani nezohľadňuje existenciu legálnej definície kolektívneho investovania platnej pre celý právny poriadok Slovenskej republiky podľa zákona č. 203/2011 Z. z. o kolektívnom investovaní, ktorá je ale významovo užšia. V texte článku budeme preto používať pojem crowdfunding.
- ⁴ http://ec.europa.eu/info/finance-consultations-2017-fintech_en
- ⁵ Freedman, David M. a Nutting, Matthew R. 2015. A Brief History of Crowdfunding. Including Rewards, Donation, Debt, and Equity Platforms in the USA. 05. November 2015.
- ⁶ Pozri napr. <https://kickstarter.com>
- ⁷ Pozri napr. <https://experiment.com>
- ⁸ Pozri zoznam platforiem: <http://crowdfundbeat.com/2015/12/01/2016-list-of-crowdfunding-websites/>
- ⁹ ESMA. (2014). Position Paper: Crowdfunding. ESMA/2014/SMSG/010.
- ¹⁰ Ibid.



- 11 De Buysere, K., Gajda, O., Kleverlaan, R., & Marom, D. (2012). A Framework For European Crowdfunding.
- 12 Známy portálom je napr. Generosity (<https://www.generosity.com>).
- 13 Azda najznámejšie portály sú Kickstarter (<https://www.kickstarter.com>) a Indiegogo (https://www.indiegogo.com/#/picks_for_you).
- 14 Napr. FundedByMe (<https://www.fundedbyme.com/en/lend-money>).
- 15 Napr. Seedrs (<https://www.seedrs.com>).
- 16 Napr. Companisto (<https://www.companisto.com/en>).
- 17 European Commission. (2016). Commission Staff Working Document: Crowdfunding in the EU Capital Markets Union, Brussels, SWD(2016) 154 final. 10. European Commission.

nia – crowdfunding je nová trieda aktív pre diverzifikáciu portfólií investorov.¹¹

Crowdfunding je realizovaný súčinnosťou troch aktérov:

- crowdfundingovej platformy, ktorá pôsobí de facto ako sprostredkovateľ a médium medzi podporovateľmi a projektmi, resp. ich majiteľmi, prevádzkuje online infraštruktúru a spravidla aj zabezpečuje platobné rozhranie buď v rámci vlastných služieb, alebo prostredníctvom tretích strán;
- majiteľov projektov, ktorí pripravujú crowdfundingovú kampaň, zostavujú ponuku pre podporovateľov a následne aj projekt realizujú; a
- podporovateľov, ktorí si môžu vybrať spomedzi ponuky kampaní jednotlivých projektov a vybrané projekty podporiť.

Základná schéma vzťahov medzi crowdfundingovými aktérmi sa mení v závislosti od crowdfundingového modelu a teda od miery komplexnosti vzťahov. Pri komplexných crowdinvestičných modeloch vzniká často dlhodobý vzťah medzi aktérmi crowdfundingového trhu, keďže investori, ktorí poskytli investície, vstupujú do dlhodobého akcionárskeho alebo obdobného vzťahu s cieľovými spoločnosťami.

Crowdfunding možno klasifikovať na základe viacerých kritérií, pričom azda najrelevantnejším klasifikačným kritériom z pohľadu finančno-právnej regulácie je povaha odmeny za poskytnuté finančné prostriedky. Podľa tohto kritéria môžeme rozlišovať najmä nasledujúce modely:

1. Donačný model, pri ktorom podporovateľ je darcom a nedostáva za svoju podporu žiadnu materiálnu hodnotu. Donačný model je pomerne rozšíreným modelom aj u nás, ak pod

tento model zahrnieme portály, ktoré organizujú online zbierky pre neziskové organizácie a projekty.¹²

2. Odmenový model, pri ktorom podporovatelia dostanú materiálnu, no nepeňažnú odmenu, spravidla v podobe produktu alebo služby, ktorá sa vyvinie alebo zrealizuje za poskytnuté prostriedky. Odmena býva úmerná výške poskytnutej podpory. Odmenový model často využívajú najmä začínajúci podnikatelia, hoci aj neformálne združení, s cieľom jednak získať prostriedky na vývoj svojho produktu a služby, no taktiež s cieľom otestovať svoje výrobky na trhu, odhadnúť dopyt po nich a získať spätnú väzbu.¹³
 3. Objednávkový model, ktorý je veľmi podobný odmenovému modelu.
 4. Pôžičkový (dlhový) model, pri ktorom jednotlivci skupinovo s úrokom požičiavajú peniaze na spravidla podnikateľské aktivity.¹⁴
 5. Podielový model (*equity-based crowdfunding*), teda model, pri ktorom sa podporovatelia stávajú investormi do vlastného kapitálu spoločností a teda aj spoločníkmi alebo akcionármi spoločností.¹⁵
 6. Hybridné/kombinované modely, ktoré obvykle kombinujú pôžičkové modely s participáciou na zisku, prípadne kombinujú pôžičkové modely s podielovým modelom.¹⁶
- Prehľad ďalších špecifických modelov crowdfundingu je v tabuľke 1. Prakticky všetky crowdfundingové trhy majú rastúcu tendenciu, pričom najmä crowdinvesting dosahuje pomerne vysoké objemy trhu; podielový model dosiahol v roku 2015 v EÚ objem 422 miliónov EUR, zatiaľ čo pôžičkový 3,2 miliardy EUR.¹⁷

Tabuľka 1 Modely alternatívneho financovania

Model	Definícia
P2P spotrebiteľské pôžičky (Peer-to-Peer Consumer Lending)	Jednotlivci alebo inštitucionálni investori poskytnú pôžičku spotrebiteľovi.
P2P podnikateľské pôžičky (Peer-to-Peer Business Lending)	Jednotlivci alebo inštitucionálni investori poskytnú pôžičku obchodnému dlžníkovi.
Crowdfunding na báze majetkovej účasti (Equity-based Crowdfunding)	Jednotlivci alebo inštitucionálni investori kúpia akcie spoločnosti alebo podiel v spoločnosti.
Crowdfunding na báze odmeny (Reward-based Crowdfunding)	Podporovatelia poskytnú financie jednotlivcom, projektom, alebo kampaniam výmenou za nefinančné odmeny alebo produkty.
Obchodovanie s faktúrami (Invoice Trading)	Jednotlivci alebo inštitucionálni investori kúpia od podniku so zľavou pohľadávky z titulu faktúr, zmeniek a podobne.
Crowdfunding na financovanie nehnuteľností (Real Estate Crowdfunding)	Jednotlivci alebo inštitucionálni investori poskytnú kapitál alebo podriadený dlh na financovanie nehnuteľností.
Crowdfunding na báze darov (Donation-based Crowdfunding)	Darcovia poskytnú financovanie jednotlivcom, projektom alebo podnikom z filantropických alebo občianskych dôvodov bez očakávania finančného či materiálneho návratu.
Dlhové cenné papiere (Debt-based Securities)	Jednotlivci alebo inštitucionálni investori kúpia dlhové cenné papiere na báze dlhu, najmä dlhopisy s pevnou úrokovou sadzbou.
Pôžička (úver) na báze výkazov (Balance Sheet Business Lending)	Entita platformy poskytne úver priamo obchodnému dlžníkovi.
Crowdfunding s účasťou na zisku (Profit Sharing Crowdfunding)	Jednotlivci alebo inštitucionálni investori poskytnú hybridné úročené pôžičky s právom participovať na zisku alebo predajnej hodnote projektu.



CROWDFUNDINGOVÉ PLATFORMY NA SLOVENSKU

Najväčšiu skúsenosť s crowdfundingom na Slovensku má neziskový sektor a tzv. darcovské portály, čo možno pripísať nedôvere v iné ako klasické bankové finančné nástroje. V súčasnosti však už na Slovensku pôsobia crowdfundingové platformy v každej zo štyroch základných oblastí a tiež možno uviesť, že rozvoj v oblasti digitálnych technológií umožňuje vytváranie nových nástrojov, ktoré si získavajú dôveru aj medzi slovenskými investormi, podnikateľmi a verejnosťou. Professionalizácia a vysoké štandardy, ktoré si nastavili slovenské platformy aj v oblasti investícií, podnikania či pokrytia potrieb spotrebiteľov, získavajú stále väčšiu dôveru verejnosti a investorov, čo predstavuje dobré podhubie na rozvoj crowdfundingu na Slovensku. Prehľad crowdfundingových platforiem na Slovensku je v tabuľke 2.

V roku 2017 pôsobili na Slovensku štyri darcovské portály. Portál ĽudiaĽuďom.sk, ktorý prevádzkuje nezisková organizácia Ľudia Ľuďom, n. o., Bratislava, je zameraný na verejnoprospešné aktivity a darca si môže vybrať projekt v skupinách Ľudia v núdzi, Ľudia a kultúra, Ľudia a príroda, aktívni Ľudia, Ľudia a vzdelávanie, Ľudia a ich práva, Ľudia v komunite, Ľudia a zdravie a Ľudia a technológie. Témy, ktoré možno podporiť na portáli Dobrá krajina, sú chudoba, katapult, korupcia, vzdelávanie a radosnejší život. Dobrá krajina je darcovský portál Nadácie Pontis. Nadácia Pontis spravuje aj portál Srdce pre deti, ktorý je určený na pomoc deťom do 18 rokov, ktoré sú v ťažkej zdravotnej alebo sociálnej situácii, pričom rodiny nedostávajú vyzbierané peňažné prostriedky, ale priamo konkrétnu hmotnú pomoc, ktorú deti potrebujú. Všetky režijné náklady projektu hradí vydavateľstvo Ringier Axel Springer. Ďakujeme.sme je projekt, ktorý vznikol už v roku 2008 a prevádzkuje ho občianske združenie WellGiving, o. z., s ďalšími partnermi. Pre prevádzkovateľov darcovských portálov je crowdfundingový portál len jedna z ďalších aktivít zameraných na tzv. fundraising prostriedkov, organizáciu verejných zbierok či iných aktivít zameraných na pomoc verejnoprospešným projektom.

Slovenským predstaviteľom crowdfundingového portálu na báze odmeny je portál StartLab, ktorý prevádzkuje Nadácia Centra pre filantropiu. StartLab je zameraný na všeobecne prospešné projekty, otvorený kreatívcom, dizajnérom, umelcom, aktívnym občanom, startupistom, ktorých projekty majú za cieľ generovanie verejných hodnôt. Pokusov o vytvorenie funkčnej crowdfundingovej platformy bolo viacero; napr. študentský internetový projekt Podporto.sk (2013), či podnikateľské projekty ideas starter (2014) alebo Marmelada (2015). Tieto projekty zanikli alebo nie sú v súčasnosti aktívne. Medzi zahraničné projekty, ktoré majú záujem vytvoriť slovenské mutácie svojich domovských platforiem, patrí napr. český HitHit založený v roku 2012. Viaceré slovenské projekty ale využívajú aj zahraničné crowdfundingové platformy na báze odmeny, napr. český Starovač, či známe Kickstarter alebo Indiegogo.

Tabuľka 2 Aktívne slovenské crowdfundingové platformy k 31. júnu 2017

	Platforma		Názov	Webové sídlo platformy
I	na báze darov		Ľudia Ľuďom.sk ďakujeme.sme.sk Dobrá krajina Srdce pre deti	https://www.ludialudom.sk http://dakujeme.sme.sk http://www.dobrakrajina.sk https://www.srdcepredeti.sk
			StartLab	https://www.startlab.sk
III	na báze pôžičiek	P2P lending	Zinc Euro Žltý melón	https://www.zinceuro.sk https://www.zltymelon.sk
		business lending	Conda	https://www.conda.sk
IV	na báze majetkovej účasti		Crowdberry	https://www.crowdberry.sk

Zdroj: CIF, 2017.

Medzi tzv. crowdinvestingové platformy možno aktuálne zahrnúť dve aktívne stránky. Pôvodná slovenská platforma Crowdberry predstavuje tzv. equity investičnú platformu, aktuálne realizovanú ako klub investorských anjelov. Jej podstatou je prepojenie súkromnej investorskej obce s podnikateľskými nápadiami so zámerom navýšenia kapitálu spoločností od viacerých súkromných investorov výmenou za podiel v spoločnosti. Crowdberry vstúpila v roku 2017 aj na český trh. Crowdinvestingová platforma Conda predstavuje slovenskú pobočku pôvodom rakúskej crowdinvestingovej platformy, ktorá v súčasnosti pôsobí aj v Nemecku, Švajčiarsku, Slovinsku a Lichtenštajnsku. Investorí môžu do projektu investovať pôžičkou už od 100 eur. Investorí pritom nadobúdajú virtuálny podiel vo firme, ktorý je kalkulovaný ako pomer účasti ich investície na hodnote firmy v momente investovania.

Rozbiehajúcou sa crowdinvestingovou platformou je platforma Oak investment, ktorá chce ponúkať investovanie prostredníctvom zmluvy o tichom spoločenstve a návratných bezúročných pôžičiek.

Medzi tzv. peer to peer crowdfundingové platformy patria v súčasnosti na Slovensku už zabehnuté platformy Žltý melón (2012) a Zinc euro (2015). Prostredníctvom týchto portálov je možné požičať prostriedky konkrétnej osobe, ktorá má možnosť získať lepší prístup k peňažným prostriedkom. Obe platformy využívajú na správu pôžičiek a komunikáciu s dlžníkmi aj veriteľmi digitálne technológie, ktoré by mali celý proces zjednodušať.

CROWDFUNDING V KONTEXTE EÚ

Crowdfunding existuje systematicky už vyše desať rokov ako nový spôsob získavania finančných prostriedkov pre najrôznejšie projekty a podniky a pomaly sa stáva zavedeným zdrojom financií pre startupy, mikropodniky, malé a dokonca aj stredné podniky (MSP). MSP predstavujú drvivú väčšinu podnikov v nefinančnom sektore EÚ a sú hlavným motorom tvorby pracovných miest



- 18 Zhang, Bryan, a iní. 2016. *Pushing Boundaries. The 2015 UK Alternative Finance Industry Report*. Nesta, University of Cambridge. London : Nesta, University of Cambridge, 2016. s. 56.
- 19 European Commission. (2016). *Commission Staff Working Document: Crowdfunding in the EU Capital Markets Union, Brussels, SWD(2016) 154 final*. 10. European Commission.
- 20 Smernica Európskeho Parlamentu a Rady 2014/65/EÚ z 15. mája 2014 o trhoch s finančnými nástrojmi, ktorou sa mení smernica 2002/92/ES a smernica 2011/61/EÚ (prepracované znenie). Ďalej v článku len MiFID.
- 21 Smernica 2003/71/ES Európskeho parlamentu a Rady zo 4. novembra 2003 o prospekte, ktorý sa zverejňuje pri verejnej ponuke cenných papierov alebo ich prijatí na obchodovanie, a o zmene a doplnení smernice 2001/34/ES.
- 22 Gabison, A. G. (2015). *Understanding Crowdfunding and its Regulations*. JRC Science and Policy Report, p. 40.
- 23 Zákon č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch a investičných službách v znení podľa neskorších predpisov.
- 24 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 on a regulated market, and repealing Directive 2003/71/EC.
- 25 Dôvodov je niekoľko: i) nedostatok regulácie na mieru, a to na úrovni EÚ, aj na vnútroštátnej úrovni; ii) aj v prípade, že členský štát prijme vnútroštátne právne predpisy, musí byť stále v súlade s právom EÚ, ktoré sa javí byť restriktívne, najmä s ohľadom na nemožnosť kombinovať investičné služby v zmysle MiFIDu a služby neregulované MiFIDom, čím sa môžu zvyšovať transakčné náklady platforiem; iii) prispôbenie sa regulačných orgánov novým javom si vyžaduje určitý čas; iv) podobne, iné osoby vykladajúce právo, napr. súdy alebo právni vedci, ešte nemali veľa príležitostí prispieť k stabilizácii významu príslušných inštitútov a ich dôsledkov.

a inovácií. No sú to práve startupy a MSP, ktoré často trpia nedostatkom finančných prostriedkov na rast a rozvoj. Z tohto dôvodu vidí EÚ crowdfunding ako jeden z možných nástrojov na riešenie tohto nedostatku. Hoci európske crowdfundingové trhy patria k najväčším crowdfundingovým trhom celosvetovo, nie sú rovnomerne rozvinuté v jednotlivých členských štátoch. Najväčším európskym crowdfundingovým trhom je suverénne Spojené kráľovstvo (4,35 miliárd EUR v roku 2015), nasledujú Francúzsko (319 miliónov EUR v roku 2015), Nemecko (249 miliónov EUR v roku 2015) a Holandsko (111 miliónov EUR v roku 2015). Ako vidno, štáty s tradíciou kapitálových trhov patria k lídrom na poli alternatívneho financovania, hoci viaceré menšie štáty bez silnej tradície kapitálových trhov, ako napr. Estónsko, Fínsko či Litva, dosahujú relevantné objemy alternatívneho financovania v pomere na počet obyvateľov.¹⁸ Komisia sa snaží v oblasti FinTech podporiť rast týchto trhov, no zároveň identifikovala viacero bariér, ktoré rastu bránia: 1. regulačné prekážky a nejasnosti; 2. nedostatočná dostupnosť a kvalita informácií; 3. nedostatok sekundárnych trhov; 4. daňové prekážky; 5. rozdiely v podmienkach trhu a právnom postavení, ktoré môžu viesť k ťažkostiam pri cezhraničnom posúdení rizík.¹⁹

REGULÁCIA CROWDFUNDINGU

Vzhľadom na mimoriadny rast crowdfundingových trhov, plány EÚ pri tvorbe politik podporujúcich tento rast, ako aj na riziká, ktoré tento spôsob získavania financií prináša, je relevantné diskutovať o regulácii primárne v kontexte EÚ, sekundárne v kontexte národnom. Keďže crowdfunding je pomerne heterogénny fenomén, nie je zmysluplné hovoriť o regulácii crowdfundingu ako širokej kategórii. Možno však hovoriť o regulácii jednotlivých typov, resp. modelov crowdfundingu. Z regulačného pohľadu je asi najzaujímavejším a najkomplexnejším práve crowdfunding, ktorý sa nachádza na hranici finančno-právnej regulácie, pričom niektoré jeho modely sú vo viacerých štátoch klasifikované ako určitý typ finančnej alebo investičnej služby.

Regulácia podielového crowdfundingu je determinovaná predovšetkým regulačným rámcom smernice MiFID (resp. MiFID 2)²⁰, ktorý reguluje poskytovanie investičných služieb vo vzťahu k špecifickým finančným nástrojom. Viaceré platformy operujú ako subjekty, resp. investičné spoločnosti s povolením podľa smernice MiFID. Naopak mnohé platformy nachádzajú svoje modely mimo hraníc tejto smernice, napr. tým, že poskytujú svoje služby vo vzťahu k finančným nástrojom neregulovaným smernicou. Okrem toho členské štáty testujú národné modely regulácie, či už postavené na výnimke podľa článku 3 smernice MiFID, prípadne na špecifických finančných nástrojoch vytvorených mimo rámca smernice MiFID priamo na účely podpory crowdinvestingu. Napr. britský a holandský regulačný rámec uplatňuje režim MiFID na svoje platformy podielového crowdfundingu, zatiaľ čo francúzska, talianska

a španielska regulácia pracuje s výnimkou podľa článku 3 smernice MiFID. V dôsledku toho sú prekážky vstupu na trh spravidla relatívne nižšie pre francúzske, talianske a španielske platformy, hoci platformy nebudú mať prospech z pravidla tzv. jednotného pasu (single passport) ustanoveného smernicou MiFID. Domáca regulácia v štátoch, ktoré ju prijali, však obvykle obsahuje základné regulačné princípy porovnateľné s princípmi smernice MiFID, ako napr. kapitálové požiadavky či informačné povinnosti platforiem.

Pri analýze regulácie crowdfundingu je potrebné brať do úvahy okrem regulácie samotných platforiem aj režim verejnej ponuky cenných papierov. Pre crowdfunding sú najrelevantnejšie ich hodnoty spravidla v rozpätí od rádo stoviek tisíc do 1 až 2 miliónov EUR na jednu kampaň, preto absencia harmonizácie práve na úrovni do 5 miliónov EUR v priebehu 12 mesiacov v zmysle prospektovej smernice²¹ viedla k veľkým rozdielom pri nákladoch na emisie pri crowdinvestingu v jednotlivých štátoch. Hodnoty verejných ponúk cenných papierov, pri ktorých sa vyžaduje prospekt v zmysle národných regulácií, sa pohybujú v rozpätí od 100 tisíc do 5 miliónov EUR v priebehu 12 mesiacov, čo naznačuje, že členské štáty vidia nedostatok financovania na rôznych úrovniach.²² Napr. slovenský zákon o cenných papieroch a investičných službách²³ stanovuje tento limit na 100 000 EUR, zatiaľ čo v susednej Českej republike je limit 1 milión EUR. Vo Francúzsku sa vyžaduje iba „lahký“ (limitovaný) prospekt. Táto situácia sa mení v kontexte pripravovaného prospektového nariadenia, ktoré vylúči povinnosť zverejniť prospekt pre ponuky do jedného milióna eur v priebehu 12 mesiacov, čo nepochybne zvýši porovnateľnosť podmienok na rozvoj crowdinvestingu naprieč členskými štátmi.²⁴ Bez ohľadu na prospekt však platí, že väčšina regulačných rámcov štátov s domácou reguláciou crowdfundingu vyžaduje, aby platformy zverejňovali informácie o investíciách, ktoré sú rozhodujúce pre znižovanie informačnej asymetrie. Dôraz sa musí klást na zrozumiteľnosť informácií, najmä pre adresátov, ktorými sú investori – spotrebiteľia.

Problémov s aktuálnym regulačným nastavením crowdfundingu (resp. najmä crowdinvestingu a P2P pôžičkových systémov) je viacero:

1. Zdá sa, že chýba právna istota, ktorá je založená na nejasnom regulačnom rámci a nejasnom uplatňovaní súčasného rámca na crowdinvesting.²⁵
2. Regulácia crowdinvestingu nie je založená na posúdení dopadov regulácie, ale na skutočnosti, že niektoré jeho činnosti spadajú pod definície stanovené v rámci regulácie väčších a rizikovejších trhov a činností. To znamená, že regulácia môže byť neprímeraná, a preto buď crowdfunding nadmerne reguluje, alebo prípadne niektoré jeho aspekty reguluje nedostatočne.
3. Keďže niektoré modely nepatria do rámca smernice MiFID, môže im chýbať potrebný dohľad regulátora. Dohľad môže byť prínosom pre



celkové fungovanie trhu nielen preto, že môže zabrániť zneužitiu a chrániť spotrebiteľov, ale aj preto, že poskytuje a buduje dôveru účastníkov trhu, najmä spotrebiteľov.

4. Chýbajúca harmonizácia na úrovni EÚ znamená divergenciu trhov. Niektoré štáty, ako napr. Taliansko, už prijali a dokonca aj novelizovali svoj zákon, zatiaľ čo niektoré ešte len zvažujú, či crowdfunding regulovať.

CROWD-FUND-PORT

Program Interreg CENTRAL EUROPE je jeden z nadnárodných programov podporovaných v rámci európskej územnej spolupráce, ktorý je spolufinancovaný Európskym fondom pre regionálny rozvoj. V rámci priority 1: Spolupráca v inováciách s cieľom zvýšiť konkurencieschopnosť STREDNEJ EURÓPY, špecifického cieľa 1.2: Zlepšiť schopnosti a podnikateľské zručnosti pre pokrok v ekonomických a sociálnych inováciách v stredo-európskych regiónoch, podporil program v roku 2016 projekt Central European Crowd-funding Support²⁶. Do projektu s akronymom CROWD-FUND-PORT je zapojených 11 partnerov z 9 krajín strednej Európy a jeho cieľom je v období troch rokov (2016 – 2019) analyzovať situáciu týkajúcu sa crowdfundingu v jednotlivých krajinách a pomôcť odstrániť bariéry, ktorých výsledkom je nežiaduci presun kapitálu mimo územia EÚ. Slovenským partnerom projektu je záujmové združenie Fórum kreatívneho priemyslu (Creative Industry Forum). Fórum ako záujmové združenie právnických osôb založili subjekty kreatívneho priemyslu v roku 2008 s primárnym cieľom podporovať rozvoj kreatívnej ekonomiky na Slovensku. Fórum dlhodobo zvyšuje povedomie o kreatívnom priemysle najmä spolupracou, prípravou a pripomienkovaním strategických materiálov

orgánov verejnej moci a legislatívnych návrhov. Keďže oblasť kreatívneho priemyslu je oblasťou so sťaženým prístupom k tradičným bankovým zdrojom, jednou z oblastí záujmu tohto fóra je aj hľadanie riešení v alternatívnych zdrojoch financovania. V rámci projektu CROWD-FUND-PORT sa bude zameriavať na tieto hlavné aktivity:

- zvyšovať povedomie o crowdfundingu na Slovensku,
- podporovať inštitucionalizáciu vývoja crowdfundingu,
- vytvoriť národný informačný crowdfundingový hub,
- identifikovať bariéry národných a cezhraničných finančných operácií na základe národnej regulácie,
- participovať na príprave podkladov pre národnú politiku alebo stratégiu v oblasti crowdfundingu.

Realizácia hlavných aktivít projektu si vyžaduje diskusiu so štyrmi okruhmi zainteresovaných osôb, kde patria prevádzkovatelia crowdfundingových platforiem, subjekty hľadajúce finančné zdroje, investori, široká verejnosť a orgány verejnej moci.

Napriek tomu, že crowdfundingové platformy nepodliehajú dohľadu Národnej banky Slovenska, fórum komunikuje tento projekt aj s NBS, ktorá tému crowdfundingu monitoruje priebežne v súlade so svojím poslaním.²⁷

Aktívne slovenské crowdfundingové platformy majú záujem na rozvoji alternatívnych spôsobov financovania. Projekt CROWD-FUND-PORT bude v najbližšom období napomáhať tomuto záujmu s dôrazom na cezhraničné riešenia, ktoré umožnia lepšie podmienky pre kumuláciu prostriedkov, ale aj testovanie produktov na väčšom trhu pre následný rast podnikateľských subjektov.

- 26 Pozri webovú stránku projektu: <http://www.interreg-central.eu/Content.Node/CROWD-FUND-PORT.html>
- 27 Národná banka Slovenska vydala k problematike crowdfundingu už viaceré informácie pre verejnosť, napr. 28.3.2013 (internetová aukcia pôžičiek), 27.4.2016 (poskytovanie pôžičiek peer to peer) a 10.5.2017 pozíciu NBS ku crowdfundingu – požíciavaniu formou lendingu. Viac na: <http://www.nbs.sk/sk/dohladnad-financnym-trhom-prakticke-informacie/upozornenia-a-oznamenia/ine-upozornenia>

I N F O R M Á C I E

Pozícia Národnej banky Slovenska ku crowdfundingu

Národná banka Slovenska považuje za potrebné informovať verejnosť aj o činnostiach subjektov, ktoré nepodliehajú jej dohľadu, a to s cieľom chrániť spotrebiteľa a tiež preto, že jednotné pravidlá pre oblasť crowdfundingu¹ doteraz neboli prijaté. Cieľom pozície NBS k oblasti crowdfundingu je poskytnúť verejnosti aktuálne informácie o tejto oblasti a zároveň poukázať na možné riziká.

Oblasť crowdfundingu nie je v súčasnosti upravená slovenským právnym poriadkom. Rovnako na európskej úrovni absentuje jednotná regulácia, prípadne právny rámec (napr. smernica, nariadenie), ktorý by oblasť crowdfundingu upravoval záväzným spôsobom. Na úrovni Európskej únie však prebiehajú rokovania k oblasti crowdfundingu už od roku 2014. V roku 2016 expertná skupina Európskeho výboru pre cenné papiere (EGESC)

oslovila členské štáty s cieľom zmapovať aktuálny stav v tejto oblasti.

Národná banka Slovenska vníma problematiku crowdfundingu ako aktuálnu tému s rýchlo sa rozširujúcim potenciálom. NBS monitoruje crowdfundingové aktivity, a preto upozorňuje verejnosť, že oblasť crowdfundingu a činnosti s ňou spojené nepodliehajú jej dohľadu. Samotná účasť verejnosti na týchto aktivitách je konaním na vlastnú zodpovednosť. NBS tiež upozorňuje, že finančné prostriedky, ktoré sú súčasťou činností spojených s crowdfundingom, nepodliehajú ochrane vkladov ani ochrane investícií.

Viac informácií o tejto téme a najmä o rizikách požíciavania formou crowdfundingu je na stránke NBS v časti Tlačové správy: **Pozícia NBS ku crowdfundingu – požíciavaniu formou „lendingu“**

¹ Dokument Európskej komisie o definícii crowdfundingu je možné nájsť na: <http://ec.europa.eu/DocsRoom/documents/10229?locale=sk>