

Metodické usmernenie
útvarov dohľadu nad finančným trhom Národnej banky Slovenska
z 29. mája 2023 č. 5/2023

k neoprávnenému podnikaniu v oblasti kolektívneho investovania

Národná banka Slovenska, úsek dohľadu a finančnej stability, na základe ustanovenia § 1 ods. 3 písm. a) bodu 3 zákona č. 747/2004 Z. z. o dohľade nad finančným trhom a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov vydáva toto metodické usmernenie (ďalej len „metodické usmernenie“):

1 Úvod

1. **Účel metodického usmernenia:** Toto metodické usmernenie sa vydáva za účelom objasnenia definície kolektívneho investovania a posudzovania rozdielu medzi regulovanou činnosťou kolektívneho investovania a inými neregulovanými podnikateľskými aktivitami. Toto metodické usmernenie stanovuje kritériá, podľa ktorých Národná banka Slovenska posudzuje, či plánované alebo vykonávané podnikanie bude spadať alebo spadá do pôsobnosti finančno-právnej regulácie v oblasti kolektívneho investovania.

2. Relevantné právne predpisy:

- Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2011/61/EÚ z 8. júna 2011 o správcoch alternatívnych investičných fondov a o zmene a doplnení smerníc 2003/41/ES a 2009/65/ES a nariadení (ES) č. 1060/2009 a (EÚ) č. 1095/2010 (ďalej „AIFMD“)¹;
- Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2009/65/ES z 13. júla 2009 o koordinácii zákonov, iných právnych predpisov a správnych opatrení týkajúcich sa podnikov kolektívneho investovania do prevoditeľných cenných papierov (PKIPCP) (ďalej „UCITS“)²;
- Zákon č. 203/2011 Z. z. o kolektívnom investovaní v znení neskorších predpisov (ďalej „zákon“)³;
 - kľúčové ustanovenie: § 2, 31a, 202 ods. 21 zákona
- Usmernenia Európskeho orgánu pre cenné papiere a trhy (ESMA) z 13. augusta 2013 č. ESMA/2013/611 - Usmernenia o hlavných pojmoch smernice o správcoch AIF (ďalej „ESMA usmernenia“)⁴
- Otázky a odpovede Európskeho orgánu pre cenné papiere a trhy (ESMA) z 16. decembra 2022 č. ESMA-34-32-352 k aplikácii AIFMD (ďalej len „ESMA Otázky a odpovede k AIFMD“)⁵

3. **Definícia kolektívneho investovania:** Kolektívnym investovaním sa podľa § 2 ods. 1 prvá veta zákona rozumie podnikanie, ktorého predmetom je zhromažďovanie peňažných prostriedkov od investorov, s cieľom investovať v súlade s určenou investičnou politikou v prospech osôb, ktorých peňažné prostriedky boli zhromaždené. Kolektívne investovanie možno v zmysle § 2 ods. 2 zákona vykonávať len vytváraním tuzemských subjektov kolektívneho investovania alebo zhromažďovaním peňažných prostriedkov a peniazmi

¹ Toto metodické usmernenie uvádza odkaz na konsolidované znenie AIFMD účinné od 02.08.2021.

² Toto metodické usmernenie uvádza odkaz na konsolidované znenie UCITS účinné od 01.01.2023.

³ Toto metodické usmernenie uvádza odkaz na zákon v znení účinnom od 01.01.2023.

⁴ Slovenský preklad je k dispozícii na:

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma_2013_00600000_sk_cor.pdf

⁵ <https://nbs.sk/dohlad-nad-financnym-trhom/legislativa/legislativa/detail-dokumentu/otazky-a-odpovede-esma-k-aplikacii-smernice-o-spravcoch-aif-application-of-the-aifmd/>

oceniteľných hodnôt prostredníctvom ponuky cenných papierov alebo majetkových účastí v zahraničných subjektoch kolektívneho investovania. Podľa § 2 ods. 3 zákona sa zhromažďovanie peňažných prostriedkov a peniazmi oceniteľných hodnôt na účel ich následného investovania zakazuje, ak:

- a) majú byť návratnosť takto zhromaždených peňažných prostriedkov a peniazmi oceniteľných hodnôt (ďalej „**kapitál**“) alebo zisk osôb, ktorých kapitál bol takto zhromaždený, čo len čiastočne závislé od hodnoty alebo výnosu aktív, ktoré boli za zhromaždený kapitál nadobudnuté, a zároveň
 - b) sa nevykonáva na základe povolenia podľa zákona alebo za podmienok, ktoré ustanovuje zákon.
4. Na posúdenie toho, či plánovaná alebo vykonávaná činnosť je alebo nie je v pôsobnosti regulácie kolektívneho investovania je potrebné vyhodnotiť, či sú splnené všetky znaky definície kolektívneho investovania podľa § 2 zákona – tak ako sú interpretované v ESMA usmerneniach – a zároveň vyhodnotiť, či posudzovaná činnosť nespadá pod výnimky definované v § 2 ods. 4 a 5 zákona, resp. v ESMA usmerneniach.
5. **Hlavné znaky:** Hlavnými znakmi definície kolektívneho investovania nevyhnutnými pre posúdenie, či ide o činnosť regulovanú zákonom, sú:
- podnikanie, a
 - zhromažďovanie peňažných prostriedkov a peniazmi oceniteľných hodnôt od investorov s cieľom spoločného investovania, a
 - investovanie zhromaždeného kapitálu v súlade s investičnou politikou, a
 - v prospech osôb, ktorých kapitál bol zhromaždený, (ďalej „investor“) a
 - závislosť návratnosti zhromaždeného kapitálu od investorov alebo zisku investorov od hodnoty alebo výnosu aktív, ktoré boli za zhromaždený kapitál nadobudnuté.
6. **Ďalšie (vedľajšie, podporné) znaky:** Pri vyhodnocovaní potenciálnej činnosti kolektívneho investovania je potrebné vziať do úvahy aj ďalšie (vedľajšie, podporné) znaky kolektívneho investovania podľa ESMA usmernení, odvodené z definície kolektívneho investovania, a teda:
- či návratnosť zhromaždeného kapitálu vyplýva zo spoločného (resp. združeného) rizika, alebo
 - mieru účasti investorov na každodenných záležitostiach týkajúcich sa investovania poskytnutého kapitálu, resp. na vykonávanej činnosti, alebo
 - či dochádza k zhromažďovaniu kapitálu na účely vykonávania finančnej činnosti alebo k nemu dochádza len za účelom financovania inej (nefinančnej) činnosti, alebo
 - či nejde o zákonné výnimky z činnosti kolektívneho investovania.
7. **Vzťah medzi hlavnými a ďalšími znakmi:** Ďalšie (vedľajšie, podporné) znaky kolektívneho investovania, ako už z ich názvu vyplýva, slúžia ako pomôcka pre posúdenie, či sú naplnené kumulatívne všetky hlavné znaky kolektívneho investovania alebo či sú splnené zákonné výnimky z kolektívneho investovania.

2 Hlavné znaky kolektívneho investovania

2.1 Podnikanie

8. **Definícia podnikania:** Kolektívne investovanie je v zmysle § 2 ods. 1 zákona podnikaním. Podnikanie je potrebné vykladať v súlade s definíciou podnikania uvedenou v § 2 ods. 1 zákona č. 513/1991 Zb. Obchodný zákonník, v znení neskorších predpisov (ďalej len „**Obchodný zákonník**“), ktoré pod pojmom podnikanie chápe:

- (i) sústavnú činnosť
- (ii) vykonávanú samostatne
- (ii) podnikateľom vo vlastnom mene a
- (iii) na vlastnú zodpovednosť
- (iv) za účelom dosiahnutia zisku.

2.2 K zhromažďovaniu kapitálu od investorov s cieľom spoločného investovania

9. Ako vyplýva zo zákonnej definície kolektívneho investovania, pri naplnení tohto znaku sa nemusia zhromažďovať od investorov len peňažné prostriedky, resp. hotovosť. Za zhromažďovanie kapitálu sa považuje aj zhromažďovanie peniazmi ocenených hodnôt, ako sú napr. kryptoaktíva, nehnuteľnosti alebo iný majetok, ktorého hospodárska hodnota sa dá určiť.
10. Na účely vyhodnocovania naplnenia znaku zhromažďovania kapitálu tiež nie je podstatné, či sa zhromažďuje jednorazovo, opakovane alebo priebežne a rovnako nie je podstatné, od akého počtu investorov⁶ sa kapitál zhromažďuje.
11. Za zhromažďovanie kapitálu sa však podľa ESMA usmernení nepovažuje zhromažďovanie súkromného kapitálu od vopred existujúcej skupiny investorov⁷, a teda ak ide o tzv. „rodinné podniky“. Slovenská legislatíva tento pojem nepozná, avšak v zmysle ESMA usmernení sa za takéto podniky považujú podniky, v ktorých sú konečnými príjemcami navzájom blízke osoby.⁸
12. Smernica UCITS, AIFMD ani ESMA usmernenia nedefinujú pojem „*undertaking*“, v slovenskom preklade „*podnik*“. Základným prvkom fondu je v zmysle ESMA usmernení to, že podnik združuje kapitál zhromaždený od investorov za účelom jeho ďalšieho investovania s cieľom združenej návratnosti⁹, resp. zisku pre týchto investorov (správa v prospech investora). Ide teda o akýkoľvek nástroj, ktorý združuje kapitál od investorov za vyššie uvedeným účelom, a ktorý je spravovaný v prospech investorov.
13. Z pohľadu zákona nie je relevantné, akým spôsobom, resp. akou právnou formou dochádza k zhromažďovaniu kapitálu, a teda nie je podstatné, či napr. pôjde o vklad do základného imania obchodnej spoločnosti alebo družstva, vydanie prioritných alebo kmeňových akcií, vydanie iných cenných papierov, zmluvu o tichom spoločenstve alebo inú dohodu, na základe ktorej bude mať investor podiel na zisku, resp. hospodárskom výsledku subjektu, tiež podiel na likvidačnom zostatku, či vyrovnací podiel. Rovnako môže ísť aj o kombináciu týchto spôsobov, nakoľko rozhodujúci je zámer osoby zhromažďujúcej kapitál od investorov, tento kapitál použiť na spoločné investovanie v prospech investorov.

Príklad 1: Investor, ktorý nadobudne akcie spoločnosti, ktorá tieto prostriedky zodpovedajúce jeho vkladu, spolu s prostriedkami zodpovedajúcimi vkladom iných akcionárov (alebo ich

⁶ Pozri body 17 až 19 ESMA usmernení k pojmu „viacerí investori“.

⁷ Skupina rodinných príslušníkov bez ohľadu na typ právnej štruktúry, ktorú si prípadne zriadili na investovanie do podniku, pokiaľ jedinými konečnými príjemcami takejto právnej štruktúry sú členovia rodiny, pričom existencia tejto skupiny časovo predchádza zriadeniu podniku. To neznamená, že rodinní príslušníci sa nemôžu k skupine pripojiť po zriadení podniku. Na účely tohto vymedzenia pojmu sú „rodinní príslušníci“ manžel(-ka), osoba, ktorá žije s jednotlivcom trvalo a stabilne v pevnom intímnom zväzku v spoločnej domácnosti, príbuzní v priamom rade, súrodenci, ujovia, tety, bratrance a sesternice prvého stupňa a osoby závislé od jednotlivca.

⁸ Blízkou osobou je podľa § 116 z. č. 40/1964 Zb. Občianskeho zákonníka príbuzný v priamom rade, súrodenec a manžel; iné osoby v pomere rodinnom alebo obdobnom sa pokladajú za osoby seba navzájom blízke, ak by ujmu, ktorú utrpela jedna z nich, druhá dôvodne pociťovala ako vlastnú ujmu.

⁹ Návratnosť zo združeného rizika, ktoré vyplýva z nadobudnutia, držania alebo predávania investičných aktív – vrátane činností na optimalizáciu alebo zvýšenie hodnoty týchto aktív – bez ohľadu na to, či investorom vzniká rozdielna návratnosť, ako napríklad v prípade prispôbenej politiky v oblasti dividend (definícia z ESMA usmernení).

časť), ďalej investuje napríklad do cenných papierov, private equity alebo do nehnuteľností podľa vlastného investičného rozhodnutia v rámci vymedzenej investičnej stratégie, a to za účelom ich zhodnotenia v prospech akcionárov. Zisk takto zhodnotených akcií je akcionárom vyplatený, napr. vo forme dividend. Takáto spoločnosť sa považuje za subjekt kolektívneho investovania.

14. Zároveň nie je podstatné, či je spoločné investovanie dvoj- alebo viacstupňové, a teda, že zhromaždený kapitál nie je investovaný priamo osobou, ktorá ho zhromažďuje, ale až ďalšou osobou, ktorému správca zhromaždený kapitál investuje, prevedie alebo požičia.

Príklad 2a: Spoločnosť A zhromaždí peňažné prostriedky od investorov, a to cez zmluvu o tichom spoločenstve a následne tieto peňažné prostriedky požičia inej spoločnosti, ktorú si spoločnosť A založí ako SPV (účelovo založený subjekt). SPV prostriedky zhromaždené spoločnosťou A ďalej investuje do cenných papierov, private equity alebo do nehnuteľností. Ak bude projekt úspešný, spoločnosť A dostane svoj podiel na zisku ako materská spoločnosť a následne sa to prejaví v zisku materskej spoločnosti, ktorá vyplatí zisk investorom – tichým spoločníkom. Ich zisk bude teda závislý od výsledkov investície uskutočnenej SPV. Spoločnosť A sa v takom prípade považuje za subjekt kolektívneho investovania. Spoločnosť A sa bude považovať za subjekt kolektívneho investovania aj v prípade, ak by tieto zhromaždené peňažné prostriedky požičala spoločnosti B, ktorá nie je majetkovo prepojená so spoločnosťou A, ale ktorá ďalej investuje do cenných papierov, private equity alebo do nehnuteľností.

Príklad 2b: V prípade, ak by spoločnosť A zhromaždila peňažné prostriedky vydaním dlhopisu s fixným alebo variabilným úrokom, spoločnosť A sa nebude považovať za subjekt kolektívneho investovania, nakoľko zisk investorov je vopred určený (fixne daný v prípade fixného úroku) alebo vopred určiteľný (na základe vopred určeného vzorca v prípade variabilného úroku určeného napr. ako 3M Euribor). Takáto investícia by sa nepovažovala za investíciu v prospech investorov, a teda nejde o kolektívne investovanie (pozri aj časť 2.3 tohto metodického usmernenia).

2.3 K existencii investičnej politiky

15. Za investičnú politiku sa majú považovať akékoľvek usmernenia poskytnuté na spravovanie podniku, v ktorých sa stanovujú investičné kritériá iné než všeobecné usmernenia uvedené v obchodnej stratégii, ktorou sa podnik so všeobecným komerčným alebo priemyselným účelom¹⁰ riadi. Pre určenie toho, či je naplnený hlavný definičný znak – existencia investičnej stratégie – alebo naopak je v konkrétnom prípade definovaná obchodná stratégia, je nevyhnutné aj posúdenie ďalšieho (podporného, vedľajšieho) znaku, a to či sa vykonáva finančná alebo nefinančná činnosť v zmysle článku 3.3 tohto metodického usmernenia.
16. Investičná politika môže byť zahrnutá v zakladajúcich dokumentoch podniku (spoločnosti) alebo v iných dokumentoch, na ktoré sa zakladajúce dokumenty odkazujú, rovnako môže byť len zverejnená ako určitá investičná stratégia alebo investičné kritériá na webových stránkach. Investičná stratégia by mala existovať už v čase, keď investor rozhoduje o svojej investícii, resp. v čase, keď správca investíciu ponúka, a teda investor je o nej aspoň

¹⁰ Všeobecný alebo priemyselný účel - účel vykonávania obchodnej stratégie, ktorá sa vyznačuje napríklad vykonávaním najmä i) komerčnej činnosti, ktorá zahŕňa nákup, predaj a/alebo výmenu tovaru alebo komodít a/alebo poskytovanie nefinančných služieb, alebo ii) priemyselnej činnosti, ktorá zahŕňa výrobu tovaru alebo výstavbu nehnuteľností, alebo iii) kombinácie týchto činností (definícia z ESMA usmernení).

vo všeobecnosti informovaný predtým, ako sa stane pre neho záväzná. ESMA usmernenia obsahujú v bode 20 faktory, ktoré naznačujú existenciu investičnej politiky.

Poznámka: Jeden podnik môže mať určených viac investičných politík/kritérií pre jednotlivé projekty a investor sa môže zúčastňovať len na jednej z nich alebo len na niektorých z nich a nemusí sa podieľať na hospodárskom výsledku celého podniku, ale len na tej časti hospodárskeho výsledku, ktorá sa odvíja od výsledku projektov, do ktorých investoval.

17. Správa zhromaždeného kapitálu, resp. majetku, je vykonávaná podľa určitej investičnej politiky a zvyčajne zahŕňa aj voľnú úvahu správcu o tom, ako a do ktorých aktív bude zhromaždený majetok investovaný za účelom jeho zhodnotenia, prípadne zisku. Investičná politika môže byť vymedzená buď všeobecnejšie alebo pomerne exaktným spôsobom, čo však nevylučuje, že je definovaná. Na vylúčenie prítomnosti investičnej stratégie je potrebné zvažovať aj okolnosti ďalších prípadných výnimiek, ako napríklad neexistencia každodennej kontroly správcu (alebo riadiaceho orgánu) subjektu, do ktorého bol majetok investorov zhromaždený; toto je splnené napríklad pri SPV (účelovo založených subjektoch) používaných pri crowdfundingu, ktorých cieľom je združenie majetku investorov a jeho investovanie do cieľovej spoločnosti, pričom správca alebo riadiaci orgán je oprávnený prijímať rozhodnutia o zásadných záležitostiach SPV len na základe záväzného ad hoc rozhodnutia investorov SPV (najmä ohľadom nákupu, predaja alebo iného nakladania s podkladovým nelikvidným alebo nedeliteľným aktívom alebo ohľadom spôsobu rozdelenia výnosu) (viac pozrite časť 3. 2. a bod 38).
18. Investičná politika môže spočívať aj v pasívnom držaní majetku po jeho nadobudnutí prostredníctvom investície zo zhromaždeného kapitálu, ak je cieľom zhodnotenie takto držaného majetku alebo združený výnos/zisk investorov. Aj keď je nakladanie s majetkom zo strany správcu obmedzené, pôjde o určitú správu majetku, čím je znak existencie investičnej politiky naplnený.

Príklad 3a: Za investovanie zhromaždeného kapitálu v súlade s investičnou politikou sa považuje (i) kúpa nehnuteľnosti za zhromaždené peňažné prostriedky od investorov na účely jej zhodnotenia a predaja so ziskom v budúcnosti, ktorý sa vyplatí investorom alebo (ii) kúpa nehnuteľnosti za zhromaždené peňažné prostriedky od investorov za účelom jej nájmu a vyplácania výnosov z nájmu nehnuteľnosti investorom, pokiaľ investičná stratégia vymenúva investičné ciele všeobecne, opisne, druhovo za účelom vykonávania finančnej činnosti zo strany správcu.

Príklad 3b: Naopak, ak spoločný podnik dvoch alebo viacerých podnikateľov zhromažďuje kapitál od svojich zakladateľov (podnikateľov) na účely výstavby alebo kúpy vopred definovateľnej nehnuteľnosti (napr. logistického areálu, zdravotníckeho zariadenia a pod.) s cieľom vykonávania vopred určiteľnej vlastnej nefinančnej činnosti (napr. prevádzka logistického centra, poskytovanie zdravotných služieb, výroba tovaru, výskum a vývoj), nepôjde o činnosť kolektívneho investovania.

19. Pri kolektívnom investovaní v rámci alternatívnych investičných fondov je možné okrem finančných nástrojov investovať aj do iných (menej tradičných) aktív, ako sú napríklad umenie, lode, alkohol, kryptoaktíva a pod., investičná stratégia nie je obmedzená na špecifické investičné aktíva. Na účely vyhodnotenia, či predmetná činnosť je kolektívnym investovaním, teda nie je určujúce, do čoho je zhromaždený kapitál investovaný.

2.4 K prospechu osôb (investorov), od ktorých bol kapitál zhromaždený

20. Prospech investorov je daný, ak osoba vykonávajúca činnosť kolektívneho investovania zhromažďuje kapitál od investorov na účely jeho investovania s cieľom združenej návratnosti¹¹, resp. zisku pre týchto investorov. Samotná skutočnosť, že zisk nie je v konečnom dôsledku dosiahnutý neznamena, že nejde o činnosť kolektívneho investovania. Taktiež samotná skutočnosť, že spoločníci, akcionári alebo členovia podnikateľského subjektu majú právo podieľať sa na zisku daného podnikateľského subjektu neznamena, že ide o činnosť kolektívneho investovania.
21. Prospech investorov je daný aj v prípadoch, keď podnik, ktorý zhromaždil kapitál tento kapitál investuje vo vlastnom mene a prospech osôb, ktorých kapitál bol zhromaždený, spočíva až v následnom (prípadnom) rozdelení zisku medzi tieto osoby (investorov), a teda nie hneď v čase jeho vzniku.

Príklad 4: Ak družstvo D zhromažďuje kapitál prostredníctvom ponuky členského vkladu do družstva D naviazaného na jednu z viacerých ponúkaných investičných stratégií a takto získaný kapitál ďalej vo vlastnom mene investuje a zhodnocuje napríklad prostredníctvom derivátových obchodov, nákupom a predajom nehnuteľností alebo pohľadávok z pôžičiek, a členom družstva je následne vyplácaný zisk, ktorého výška je závislá od výkonnosti nakúpených aktív príslušnej investičnej stratégie, v takomto prípade pôjde o kolektívne investovanie.

22. V prípade, ak podnik pri zhromažďovaní kapitálu sleduje pri použití tohto kapitálu len vlastný prospech (na vlastné riziko) a neinvestuje tento kapitál v prospech investorov (na ich riziko z investície), resp. ak by podnik bol oprávnený použiť zhromaždený kapitál pre vlastný prospech (pre účely financovania vlastnej činnosti podniku prevádzkového charakteru) a nebol by viazaný žiadnou investičnou politikou v prospech investorov, nešlo by o kolektívne investovanie.

Príklad 5a: Ak spoločnosť A vydá podnikový dlhopis s určeným fixným alebo variabilným výnosom a takto zhromaždený kapitál použije na financovanie vlastnej prevádzkovej činnosti alebo na financovanie vlastného projektu, nepôjde o kolektívne investovanie, nakoľko investori, ktorí nadobudnú dlhopis majú pri jeho vyplatení nárok na vrátenie istiny a vyplatenie fixného vopred určeného úroku alebo vopred určiteľného variabilného úroku (napr. 3M Euribor), a teda investícia zhromaždeného kapitálu nie je investovaná v prospech investorov a investori v takomto prípade nepodstupujú riziko z investície.

Príklad 5b: Spoločnosť B sa zaoberá nákupom a predajom nehnuteľností a obchodovaním na finančných trhoch s cennými papiermi odvodenými od nehnuteľností. Spoločnosť B vydá zmenky s disáziom 10 % oproti nominálnej hodnote pri vydaní. Spoločnosť B použije kapitál zhromaždený vydaním zmienek na vlastnú prevádzkovú činnosť, nákup nehnuteľností na účely ich neskoršieho predaja a investovanie do cenných papierov. Rovnako ani v tomto prípade nejde o kolektívne investovanie, a to napriek tomu, že zhromaždený kapitál bol použitý na činnosť investičného charakteru, keďže investori majú nárok na pevne stanovenú hodnotu zmenky.

¹¹ Návratnosť zo združeného rizika, ktoré vyplýva z nadobudnutia, držania alebo predávania investičných aktív – vrátane činnosti na optimalizáciu alebo zvýšenie hodnoty týchto aktív – bez ohľadu na to, či investorom vzniká rozdielna návratnosť, ako napríklad v prípade prispôbenej politiky v oblasti dividend (definícia z ESMA usmernení).

2.5 K závislosti návratnosti zhromaždeného kapitálu od investorov alebo zisku investorov od hodnoty alebo výnosu aktív, ktoré boli za zhromaždený kapitál nadobudnuté

23. Ďalším dôležitým znakom kolektívneho investovania, ktorý Národná banka Slovenska pri posudzovaní tejto činnosti skúma je, či návratnosť zhromaždeného kapitálu, resp. zisk investorov sú závislé od hodnoty alebo výnosu aktív, ktoré boli za tento zhromaždený kapitál nadobudnuté, a teda, či je investor vystavený trhovému riziku.
24. Ako to vyplýva z § 2 ods. 3 písm. a) zákona, tento znak sa považuje za naplnený, aj keď je závislosť návratnosti kapitálu a zisk investorov od hodnoty alebo výnosu nadobudnutých aktív iba čiastočná. To znamená, že podmienkou nie je úplná závislosť od hodnoty alebo výnosu nadobudnutých aktív.
25. Pri skúmaní tejto závislosti nie je podstatné, čo formálne vyplýva z dokumentácie, ale skúma sa skutočné vystavenie investora trhovému riziku, a teda tento znak je naplnený, aj keď to vyplýva z ekonomickej analýzy skúmaného obchodného modelu.

Príklad 6: Ak je investorovi ponúkaný spoločnosťou dlhopis s fixným úrokom, prípadne investor by tejto spoločnosti poskytol pôžičku s návratnosťou naviazanou na fixný úrok, avšak investorovi môže byť v zmysle zmluvnej dokumentácie vyplatený aj mimoriadny výnos za podmienok dosiahnutia určitých finančných výsledkov spoločnosti alebo by výnos/úrok mohol byť v závislosti od finančných výsledkov spoločnosti znížený alebo úplne nevyplatený, v takýchto prípadoch je znak závislosti návratnosti kapitálu alebo zisku investorov od hodnoty nadobudnutých aktív naplnený len nepriamo. Investor je v tomto prípade vystavený riziku protistrany emitenta a nie trhovému riziku. Je na emitentovi, či vlastný majetok získaný od investorov bude investovať do podkladových aktív, a tak znižovať svoje riziko zo záväzkov voči investorom alebo zaujme viac rizikovo aktívnu pozíciu. V každom prípade platí, že emitent má záväzok voči investorom a ich výnos závisí v prvom rade od plnenia povinnosti emitenta.

3 Ďalšie znaky kolektívneho investovania

3.1 K spoločnému (združenému) riziku

26. Medzi ďalší znak, podľa ktorého je možné odlíšiť kolektívne investovanie od inej činnosti patrí aj to, či investori podstupujú spoločné alebo združené riziko. To znamená, či ten, kto zhromaždené prostriedky investuje (správca), ich investuje podľa rovnakej stratégie (investičnej politiky) pre určitú skupinu investorov, z ktorej vyplýva rovnaké spoločné riziko (nie individuálne) z nadobudnutia, držania alebo predávania aktív – vrátane činností na optimalizáciu alebo zvýšenie hodnoty týchto aktív.

Príklad 7: V prípade, ak podnik prijíma od investorov peňažné prostriedky a následne za nich nakupuje kryptoaktíva, resp. „kôš kryptomien“ výlučne podľa pokynov jednotlivých investorov, podnik získaný kapitál nezdrúžuje, ale investuje ich osobitne na základe dohody s jednotlivými investormi, nedochádza ku kolektívnemu investovaniu. Nie je rozhodujúce, či (i) podnik eviduje aktíva v spoločnej peňaženke a zároveň eviduje oddelene aktíva patriace každému investorovi osobitne vo vlastnej internej evidencii alebo (ii) eviduje vlastné aktíva každého klienta na osobitnej klientovej peňaženke.

Naopak, v prípade, ak by podnik zhromažďoval získané peňažné prostriedky od viacerých investorov do spoločnej peňaženky a tieto spoločne investoval do koša kryptomien vybraného pre túto skupinu investorov na základe napr. investičnej stratégie zverejnenej na internetovej

stránke, prípadne podľa vlastného uváženia na základe dohodnutých pravidiel, z takéhoto investovania by vyplývalo spoločné riziko pre túto skupinu investorov a táto činnosť je kolektívnym investovaním.

Príklad 7a: V prípade, ak obchodník s cennými papiermi pri poskytovaní investičnej služby riadenie portfólia (napríklad aj v rámci jednotnej investičnej stratégie) združuje pokyny klientov, resp. vykonáva frakčné obchodovanie - tým, že združí pokyn a obstaraný finančný nástroj rozdelí v príslušnom pomere na účty klientov vedené v internej evidencii obchodníka s cennými papiermi (§ 71h ZoCP) – nejde o kolektívne investovanie, keďže každý klient má riadené vlastné individuálne portfólio, v rámci ktorého sú finančné nástroje (a peňažné prostriedky) klienta evidované na individuálnych účtoch klientov vedených v internej evidencii obchodníka s cennými papiermi (§ 71h ZoCP), a teda nejde o spoločné (združené) riziko dotknutých klientov.

Príklad 7b: V prípade, ak by obchodník s cennými papiermi pri poskytovaní investičnej služby riadenia portfólia namiesto združovania pokynov klientov, resp. tzv. frakčného obchodovania, zhromažďoval kapitál na jednom spoločnom účte klientov a klient nevlastní spoluvlastnícky podiel na finančnom nástroji alebo nástrojoch, ale podiel na tomto združenom majetku zainvestovanom do jedného alebo viacerých finančných nástrojov, a tak znášal spoločné (združené) riziko z takéhoto investovania, šlo by o činnosť kolektívneho investovania. Keďže kolektívne investovanie je možné vykonávať len podľa zákona o kolektívnom investovaní, zo strany obchodníka s cennými papiermi ide o neoprávnené podnikanie.

3.2 K miere účasti investorov na vykonávanej činnosti

27. Ďalším dôležitým znakom pre rozlíšenie činnosti kolektívneho investovania od inej činnosti je miera účasti investorov na každodenných záležitostiach týkajúcich sa riadenia spoločnosti (podniku, resp. fondu) a jej činnosti, a teda, či investor má alebo nemá každodennú riadiacu právomoc alebo kontrolu na činnosti spoločnosti (podniku, resp. fondu). V zmysle ESMA usmernení sa za každodennú právomoc alebo kontrolu považuje forma priamej a priebežnej rozhodovacej právomoci – či už vykonávanej alebo nie – nad prevádzkovými záležitosťami týkajúcimi sa každodenného riadenia aktív podniku, ktorá zahŕňa podstatne viac než bežné rozhodovanie alebo kontrolu prostredníctvom hlasovania na valných zhromaždeniach akcionárov o záležitostiach, ako sú zlúčenia alebo likvidácia, voľba zástupcov akcionárov, vymenovanie riaditeľov alebo audítorov alebo schválenie ročnej účtovnej závierky.
28. V prípade, ak majú všetci investori zásadný podiel na rozhodovaní o investovaní svojho kapitálu, nepôjde o spoločné investovanie podľa určených pravidiel (investičnej politiky) a teda nepôjde o kolektívne investovanie. Za zásadný podiel na rozhodovaní o investovaní kapitálu sa nepovažuje len bežné rozhodovanie na valných zhromaždeniach akcionárov, napr. o záležitostiach, ako sú zlúčenia alebo likvidácia, voľba zástupcov akcionárov alebo schválenie ročnej účtovnej závierky. Ak však existuje osoba, ktorá kapitál od investorov nielen zhromažďuje, ale aj rozhoduje (podľa určenej investičnej politiky a aj na základe vlastného uváženia) o spoločnom investovaní tohto kapitálu a rozhodovanie jednotlivých investorov je v tomto zmysle obmedzené alebo vylúčené, takáto činnosť sa považuje za činnosť kolektívneho investovania.

3.3 K vykonávaniu nefinančnej činnosti

29. Za kolektívne investovanie sa nepovažuje činnosť, ak podnik (spoločnosť, družstvo) zhromažďuje kapitál na účely financovania svojej tzv. nefinančnej činnosti, ktorá má

všeobecný alebo priemyselný účel⁶ – prevádzková činnosť podniku.

30. O činnosť kolektívneho investovania však pôjde v prípade, ak podnik A (spoločnosť, družstvo), vykonávajúci finančnú činnosť, zhromažďuje kapitál, ktorý vloží, daruje, požičia alebo inak investuje (napr. derivát, swap) do iného podniku B (podkladové aktívum) a návratnosť zhromaždeného kapitálu/zisk investorov je závislý od hospodárskeho výsledku tohto iného podniku B (podkladového aktíva), a to bez ohľadu na to, že iný podnik B vykonáva nefinančnú (prevádzkovú) činnosť.
31. Ak podnik popri svojej prevádzkovej nefinančnej činnosti aj investuje na účely zvýšenia zisku alebo financovania prevádzkovej činnosti napríklad prostredníctvom investícií do finančných nástrojov, nepôjde o kolektívne investovanie.

Príklad 8: V prípade, ak podnik zhromažďuje kapitál na účely výstavby (napr. logistického areálu, zdravotníckeho zariadenia a pod.) alebo na účely vykonávania inej vlastnej nefinančnej činnosti (napr. výrobu tovaru), nejde o činnosť kolektívneho investovania.

Príklad 9: Spoločnosť A zhromažďuje kapitál od investorov prostredníctvom uzatvorenia zmluvy o tichom spoločenstve, na základe ktorej budú mať tichí spoločníci majetkovú účasť v spoločnosti B – spoločnosť A teda vykonáva finančnú činnosť bez ohľadu na to, aký je predmet činnosti spoločnosti B.

32. V prípade podnikania v oblasti nehnuteľností je niekedy otázne, kde je hranica medzi finančnou a prevádzkovou činnosťou podniku. Nasledovné príklady slúžia na rozlíšenie toho, kedy Národná banka Slovenska považuje činnosť za finančnú v rámci vykonávania kolektívneho investovania:

Príklad 10:

Príklady prevádzkových (nefinančných) činností súvisiacich s nehnuteľnosťami:

- prevádzka hotela alebo ubytovacieho zariadenia,
- prevádzka sociálneho zariadenia (pre dôchodcov, deti, zdravotne znevýhodnené osoby a pod.),
- projektovanie nehnuteľností (vytvorenie koncepcie, projektu, výstavba nehnuteľnosti a jej následný predaj),
- tzv. „facility management“ nehnuteľností (sprostredkovateľská činnosť alebo finančné poradenstvo v súvislosti s kúpou alebo predajom nehnuteľnosti, oceňovanie nehnuteľností).

Príklady finančných činností súvisiacich s nehnuteľnosťami:

- nákup, prenájom, lízing, správa a predaj nehnuteľností.

Príklad 11: Ak vlastník nehnuteľnosti napr. administratívnej budovy s kanceláriami ponúka na predaj podiel na časti nehnuteľnosti a po predaji podielov k tejto nehnuteľnosti viacerým záujemcom je jeho zámerom vykonávanie správy takto spoluvlastnenej nehnuteľnosti na základe zmluvného vzťahu s jednotlivými spoluvlastníkmi danej nehnuteľnosti – takáto činnosť nie je považovaná za kolektívne investovanie, nakoľko:

- vlastník nehnuteľnosti v tomto prípade neinvestuje ďalej zhromaždené peňažné prostriedky, nakoľko ide o priamy predaj podielu k nehnuteľnosti a spoluvlastník (záujemca) týmto nadobúda všetky práva a povinnosti s vlastníctvom nehnuteľnosti súvisiace, ako aj kontrolu nad ďalšou správou nehnuteľnosti,

- zisk potenciálnych spoluvlastníkov nehnuteľnosti v tomto prípade nezávisí od ďalšej činnosti pôvodného vlastníka, ten má rovnaké práva a povinnosti ako ostatní spoluvlastníci nehnuteľnosti,
- cieľom pôvodného vlastníka nie je finančná činnosť, ale prevádzkovanie budovy s kanceláriami a spravovanie nájomných vzťahov s tretími osobami na základe dohody so spoluvlastníkmi budovy.

Naopak, ako je uvedené v príklade č. 3 tohto metodického usmernenia, kúpa nehnuteľnosti za zhromaždené peňažné prostriedky od investorov na účely jej zhodnotenia a predaja so ziskom v budúcnosti, ktorý sa vyplatí investorom alebo kúpa nehnuteľnosti za zhromaždené peňažné prostriedky od investorov za účelom jej nájmu a vyplácania výnosov z nájmu nehnuteľnosti investorom nepredstavuje nefinančnú činnosť, a teda ide o kolektívne investovanie.

4. Zákonné a iné výnimky z činnosti kolektívneho investovania

33. **Výnimky podľa zákona:** Medzi zákonné výnimky z činnosti kolektívneho investovania patrí v zmysle § 2 ods. 4 a 5 zákona, ak je činnosť vykonávaná:¹²
- holdingovou spoločnosťou v zmysle definície podľa § 3 písm. y) zákona,
 - štátnym orgánom alebo štátnym orgánom iného štátu,
 - obcou, vyšším územným celkom alebo organizáciou územnej samosprávy iného štátu,
 - Sociálnou poisťovňou alebo inou obdobnou zahraničnou inštitúciou sociálneho zabezpečenia a dôchodkovou správcovskou spoločnosťou¹⁾ alebo inou obdobnou zahraničnou inštitúciou spravujúcou fondy sociálneho a dôchodkového zabezpečenia,
 - subjektom zriadeným na účely sekuritizácie,
 - doplnkovou dôchodkovou spoločnosťou a zamestnaneckou dôchodkovou spoločnosťou alebo inou obdobnou zahraničnou inštitúciou spravujúcou systémy účasti zamestnancov na účel sociálneho a dôchodkového zabezpečenia,
 - Národnou bankou Slovenska, Európskou centrálnou bankou, centrálnou bankou iného štátu, Európskou investičnou bankou, Európskym investičným fondom, európskymi rozvojovými finančnými inštitúciami a dvojstrannými rozvojovými bankami, Svetovou bankou, Medzinárodným menovým fondom a inými nadnárodnými inštitúciami a podobnými medzinárodnými organizáciami, ak takéto inštitúcie alebo organizácie vykonávajú činnosti napĺňajúce znaky kolektívneho investovania a ak pri týchto činnostiach konajú vo verejnom záujme.
34. Zákon sa nevzťahuje na vykonávanie činnosti v rámci holdingovej spoločnosti tak, ako je definovaná podľa § 3 písm. y) zákona. Definícia je transponovaná z článku 4 ods. 1 písm. o) AIFMD a Národná banka Slovenska ju posudzuje v súlade s recitálom 8 AIFMD, v zmysle ktorého „*Subjekty, ktoré sa nepovažujú za správcov AIF podľa tejto smernice, nepatria do rozsahu jej pôsobnosti. V dôsledku toho by sa táto smernica nemala uplatňovať na holdingové spoločnosti, ako sú v nej vymedzené.*“ AIFMD definuje holdingovú spoločnosť ako „spoločnosť“ alebo „company“, zákon sa pri definícii obmedzuje len na obchodnú spoločnosť v zmysle Obchodného zákonníka. Národná banka Slovenska v súlade s eurokonformným výkladom AIFMD pri posudzovaní tejto výnimky zahrnie aj družstvo v prípade, ak sú splnené ostatné podmienky definície holdingovej spoločnosti podľa zákona.

¹² Zákonné výnimky sa nevzťahujú na obchodníkov s cennými papiermi, ani na banky s povolením na poskytovanie investičných služieb podľa z. č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch a investičných službách a o zmene a doplnení niektorých zákonov (zákon o cenných papieroch).

35. Ako je uvedené v dokumente Európskej Komisie Otázky a odpovede k AIFMD¹³ z 18.05.2017, ktorý je zverejnený na webovej stránke Európskej Komisie v časti Financial Markets – Investment Funds – Relevant Legislation¹⁴ (pozrite odpoveď na str. 5), definícia holdingovej spoločnosti v AIFMD nesúvisí s definíciou finančnej holdingovej spoločnosti v iných európskych právnych predpisoch. Do definície stanovenej v AIFMD nie je možné doplniť ďalšie prvky vyplývajúce z iných právnych predpisov. Článok 4 ods. 1 písm. o) AIFMD je potrebné čítať ako celok s recitálom 8 AIFMD. Výnimka sa vzťahuje len na holdingovú spoločnosť, ktorá ako samostatná právnická osoba svoju obchodnú stratégiu uskutočňuje prostredníctvom svojich dcérskych spoločností, a to bez úmyslu tieto dcérske spoločnosti predať, speňažiť, zlikvidovať alebo akokoľvek s nimi disponovať. Všetky ostatné úkony holdingovej spoločnosti, okrem tých, ktoré súvisia s vlastníctvom podielu v dcérskych spoločnostiach, sa vykonávajú prostredníctvom týchto dcérskych spoločností. Vylúčenie holdingovej spoločnosti v článku 2 ods. 3 písm. a) AIFMD malo za cieľ vylúčiť z AIFMD veľké korporácie ako Siemens alebo Shell.
36. Vyslovene formálne naplnenie znakov výnimky pre holdingovú spoločnosť, napríklad držanie kontrolných podielov v dcérskych spoločnostiach alebo vymedzenie cieľa spoločnosti vo výročnej správe a v iných dokumentoch spoločnosti, nie je dostačujúce na aplikáciu výnimky zo zákona pre holdingové spoločnosti (§ 2 ods. 4 písm. a) zákona). Rozdiel medzi kolektívnym investovaním a podnikaním bežných holdingových obchodných spoločností je predovšetkým rozdielom medzi finančnou/investičnou činnosťou a všeobecnou (podnikateľskou) alebo výrobnou činnosťou. Holdingová spoločnosť (t. j. spoločnosť spĺňajúca výnimku z kolektívneho investovania ako holdingová spoločnosť) by teda mala naplňovať niekoľko znakov, napríklad:
- na úrovni holdingovej spoločnosti by mala byť určovaná všeobecná podnikateľská alebo výrobná stratégia dcérskych spoločností a holdingová spoločnosť by mala taktiež svoje kroky zosúladiť a vykonávať v súlade s takto stanovenou stratégiou; tento znak by mohol byť naplnený aj v prípade, ak by jedna lebo viacero dcérskych spoločností vykonávala činnosti podobné alebo zhodné s riadením investícií;
 - stratégia by mala byť vykonávaná prostredníctvom dcérskych spoločností, pridružených spoločností alebo účasť v záujme dlhodobého rozvoja týchto spoločností;
 - o tento znak by nebol naplnený napríklad v prípade, ak by holdingová spoločnosť na účely spätného odkupu akcií od svojich akcionárov (alebo iného preddefinovaného mechanizmu na vystúpenie akcionárov z holdingovej spoločnosti) alebo na účely rozdeľovania výnosov akcionárom holdingovej spoločnosti:
 - účasť v dcérskych spoločnostiach odpredávala, speňažovala, likvidovala alebo inak s nimi na ten účel disponovala; alebo
 - z dcérskych spoločností prostredníctvom výplaty dividend, poskytovaním pôžičiek alebo inými spôsobmi získavala kapitál potrebný na realizáciu výstupu akcionárov z holdingovej spoločnosti alebo na účely rozdeľovania výnosov akcionárom holdingovej spoločnosti;
 - o znak výkonu stratégie v záujme dlhodobého rozvoja dcérskych spoločností však môže byť časovo ohraničený, napríklad by tento znak mohol byť naplnený, ak by účelom holdingovej spoločnosti bolo držať podiely v dcérskych spoločnostiach počas trvania obvyklého developerského cyklu; pri výnose pre investorov, ktorý zodpovedá bežným výnosom akcionára v developerských projektoch; pričom sa negenerujú výnosy pre investorov prostredníctvom aktívneho obchodovania

¹³ https://finance.ec.europa.eu/system/files/2017-05/aifmd-commission-questions-answers_en.pdf

¹⁴ https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/financial-markets/investment-funds_en#legislation

- s majetkovými účasťami v dcérskych spoločnostiach okrem prirodzeného speňaženia (exitu) na konci developerského cyklu;
- mala by byť samosprávna, t. j. nemala by mať osobu, ktorá by plnila funkciu externého správcu;
 - nemala by byť pri založení alebo pri ponuke akcií (účasť na) holdingovej spoločnosti ponúkaná alebo propagovaná ako investičná príležitosť;
 - nemala by mať naplnenú podmienku existencie investičnej politiky (okrem existencie štandardnej obchodnej stratégie spoločnosti týkajúcej sa prevádzkovej obchodnej činnosti).
37. AIFMD by sa nemala vzťahovať na správu dôchodkových fondov, systémov účasti zamestnancov alebo systémov sporenia. Túto výnimku v zmysle zákona posudzuje Národná banka Slovenska rovnako v súlade s AIFMD.

Príklad 12: V prípade, ak zamestnávateľ ponúka svojim zamestnancom v rámci benefitov investíciu do ním vytvoreného nástroja (fondu) za účelom jej zhodnotenia a výplaty v dôchodkovom veku alebo výplaty dôchodku v prípade invalidity, takáto činnosť by sa považovala za systém účasti zamestnancov alebo systém sporenia na dôchodok zamestnancom.

38. **Služby hromadného financovania (crowdfunding):** Za kolektívne investovanie sa nepovažuje také podnikanie, ktoré vykonáva poskytovateľ služieb hromadného financovania v súlade s Nariadením Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) 2020/1503 zo 7. októbra 2020 o európskych poskytovateľoch služieb hromadného financovania pre podnikanie a o zmene nariadenia (EÚ) 2017/1129 a smernice (EÚ) 2019/1937 (ďalej len „**Nariadenie ECSP**“)¹⁵. Služba hromadného financovania nie je kolektívnym investovaním podľa zákona obvykle z dôvodu, že nespĺňa nasledujúce hlavné znaky kolektívneho investovania: zhromažďovanie peňažných prostriedkov a peniazmi ocenených hodnôt od investorov s cieľom spoločného investovania alebo investovanie zhromaždeného kapitálu v súlade s investičnou politikou. Kolektívnym investovaním teda nie je služba hromadného financovania, ktorá spočíva v spárovaní záujmov investorov a vlastníkov projektov o financovanie podnikania prostredníctvom využívania platformy hromadného financovania, ktorá zahŕňa ktorúkoľvek z týchto činností:
- (i) uľahčenie poskytovania pôžičiek;
 - (ii) umiestňovanie finančných nástrojov bez pevného záväzku uvedené v bode 7 oddielu A prílohy I k Smernici 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 (ďalej len „**Smernica MIFID II**“)¹⁶ v súvislosti s prevoditeľnými cennými papiermi a prijatými nástrojmi na účely hromadného financovania, ktoré emitovali vlastníci projektov alebo účelovo vytvorený subjekt, a prijímanie a postúpenie pokynov klientov uvedené v bode 1 uvedeného oddielu Smernice MIFID II v súvislosti s uvedenými prevoditeľnými cennými papiermi a prijatými nástrojmi na účely hromadného financovania. Účelom hromadného financovania je zhromaždenie prostriedkov na realizáciu konkrétneho projektu hromadného financovania¹⁷.
39. **Špeciálne akvizičné spoločnosti (SPAC):** V zmysle ESMA Otázok a odpovedí k AIFMD sa uvádza príklad činnosti špeciálnej akvizičnej spoločnosti (SPAC), ktorej činnosť

¹⁵ Toto metodické usmernenie uvádza odkaz na Nariadenie ECSP účinné od 30.10.2020.

¹⁶ Toto metodické usmernenie uvádza odkaz na konsolidovanú verziu Smernice MIFID II účinnú od 28.02.2022.

¹⁷ Čl. 2 ods. 1 písm. l) Nariadenia ECSP definuje projekt hromadného financovania ako podnikateľskú činnosť alebo činnosť, na ktoré sa vlastníci projektu usiluje získať financie prostredníctvom ponuky hromadného financovania.

sa v určitých fázach transakcie môže javiť ako kolektívne investovanie, avšak nemusí spĺňať všetky hlavné znaky kolektívneho investovania opísané v ESMA usmerneniach a teda nemusí predstavovať podnikanie kolektívneho investovania.

Špeciálna akvizičná spoločnosť (ďalej len „SPAC“) predstavuje spoločnosť prijatú na obchodovanie na obchodnom mieste¹⁸ s úmyslom získať podnik, obvykle cez tri fázy typického životného cyklu SPAC: (i) prvotná verejná ponuka (ďalej len „IPO“); (ii) SPAC hľadá cieľovú spoločnosť na nadobudnutie (získanie) a (iii) nadobudnutie cieľovej spoločnosti, zvyčajne prostredníctvom zlúčenia („podnikové zlúčenie“/„business combination“). Štruktúra transakcií SPAC môže byť zložitá a rozdielna. ESMA preto uvádza, že je dôležité posúdiť prípad od prípadu, a to z toho pohľadu, či:

- činnosť SPAC spĺňa definíciu alternatívneho investičného fondu podľa článku 4 ods. 1 písm. a) AIFMD, pričom toto posúdenie by malo zohľadňovať špecifické črty a charakteristiky individuálnej štruktúry SPAC a malo by byť založené na podstate, nie na forme, a
- či sa SPAC kvalifikuje ako „holdingová spoločnosť“ v súlade s článkom 4 ods. 1 písm. o) Smernice AIFMD a teda sa naň vzťahuje výnimka z kolektívneho investovania.

ESMA tiež uvádza, že počas životného cyklu SPAC môžu nastať okolnosti, ktoré môžu byť relevantné pri posudzovaní, či sa činnosť SPAC považuje za kolektívne investovanie:

- SPAC nezískava kapitál prostredníctvom IPO s cieľom investovať ho v súlade s definovanou investičnou politikou;
- všetky alebo v podstate všetky výnosy z IPO sa použijú na podnikové zlúčenie;
- po podnikovom zlúčení má SPAC všeobecný obchodný alebo priemyselný účel, ako je definované v ESMA usmernení.

Výskyt niektorých alebo všetkých týchto okolností môže naznačovať, že činnosť SPAC nie je kolektívnym investovaním, pretože nemusí spĺňať všetky prvky opísané v ESMA usmerneniach.

40. **Aktívne spravované certifikáty (actively managed certificates, ďalej len „AMC“):** Pojem AMC nie je definovaným legálnym pojmom na úrovni Európskej legislatívy. Podľa verejne dostupných zdrojov sa za AMC považujú štruktúrované dlhové finančné nástroje emitované zo strany účelovo založeného subjektu, tzv. special purpose vehicle (SPV), zahŕňajúce portfólio rôznych podkladových aktív, pričom toto portfólio aktív je riadené podľa uváženia externého správcu aktív a môže sa meniť v čase. AMC sa môže javiť ako kolektívne investovanie, avšak spravidla nejde o cenné papiere subjektov kolektívneho investovania - majetok investorov zvyčajne nie je zhromažďovaný za účelom investovania podľa investičnej politiky v prospech investorov. Investor má s emitentom záväzkový vzťah, na základe ktorého sa emitent zaväzuje na splatenie celej alebo časti investície alebo výnosov na základe spôsobu naviazania AMC na výkonnosť podkladových aktív, na ktoré je AMC naviazaný podľa jeho konštrukcie. Investorovi tak vzniká voči emitentovi pohľadávka, avšak nedrží podiel na združenom majetku, ktorý sa zhromaždil vydávaním AMCs (obdobne ako sa uvádza v príklade č. 6 – pozrite časť 3. 2.).
41. **Spoločné podniky:** Recitál 8 Smernice AIFMD uvádza, že spoločné podniky sa považujú za subjekty, ktoré sa nepovažujú za správcov AIF podľa Smernice AIFMD¹⁹. Vzhľadom

¹⁸ Obchodné miesto v zmysle čl. 4 ods. 24 Smernice MIFID II je regulovaný trh, multilaterálny obchodný systém alebo organizovaný obchodný systém.

¹⁹ Recitál 8 Smernice AIFMD: „Subjekty, ktoré sa nepovažujú za správcov AIF podľa tejto smernice, nepatria do rozsahu jej pôsobnosti. V dôsledku toho by sa táto smernica nemala uplatňovať na holdingové spoločnosti, ako sú v nej vymedzené. Správcovia fondov investujúcich do verejne neobchodovateľných akcií (private equity), ani správcovia AIF, ktorí spravujú AIF, ktorých akcie sú prijaté na obchodovanie na regulovanom trhu, by však nemali byť vyňatí z rozsahu jej pôsobnosti. Okrem toho

k tomu, že ide o nezáväznú časť textu Smernice AIFMD, ktorá nie je bližšie opísaná v záväznej časti Smernice AIFMD ani v Usmerneniach ESMA, Národná banka Slovenska je toho názoru, že založenie spoločného podniku zo strany viacerých podnikateľských subjektov nepredstavuje automaticky výnimku z definície kolektívneho investovania. Podnikanie spoločného podniku môže spadať pod definíciu kolektívneho investovania, pokiaľ sú naplnené kumulatívne hlavné definíčné znaky kolektívneho investovania podľa bodu 5 tohto metodického usmernenia²⁰. Spoločný podnik, ktorého podnikanie spravidla nebude spadať pod kolektívne investovanie, je spoločný podnik spĺňajúci aspoň jednu z nasledujúcich podmienok:

- (i) ktorého jednotliví spoločníci sú podnikateľmi (ich počet je obvykle nižší), pričom jednotliví spoločníci prispeli alebo vyčlenili značné zdroje, odborné znalosti alebo aktíva do spoločného podniku s cieľom rozvíjania existujúcich podnikateľských aktivít spoločníkov prostredníctvom spoločného podniku (napr. spoločný podnik sa venuje oblasti výskumu a vývoja v oblasti, ktorá súvisí s podnikaním jednotlivých spoločníkov) a naopak cieľom založenia spoločného podniku nie je spoločné investovanie alebo zhodnocovanie spoločného majetku v súlade s investičnou politikou; alebo
- (ii) ktorého všetci spoločníci majú významný stupeň vplyvu alebo kontroly nad spoločným podnikom a jeho aktívami, t. j. sú aktívne zapojení do jeho strategického riadenia; naopak ani jeden zo spoločníkov nemá sám kontrolu nad spoločným podnikom a jeho strategickým riadením a zároveň spoločný podnik nemá externého manažéra (správcu), ktorý je odmeňovaný na základe výkonu spoločného podniku alebo jeho majetku.

Rozhodujúce kritériá pre vylúčenie kolektívneho investovania pri založení spoločného podniku budú najmä (i) kritérium zhromažďovanie peňažných prostriedkov a peniazmi ocenených hodnôt od investorov s cieľom spoločného investovania; (ii) kritérium investovania zhromaždeného kapitálu v súlade s investičnou politikou; (iii) kritérium, či dochádza k zhromažďovaniu kapitálu na účely vykonávania finančnej činnosti alebo k nemu dochádza len za účelom financovania inej (nefinančnej) činnosti a (iv) kritérium miery účasti investorov na každodenných záležitostiach týkajúcich sa investovania poskytnutého kapitálu, resp. miery účasti spoločníkov na vykonávanej činnosti.

5 Ostatné ustanovenia

- 42. Národná banka Slovenska je oprávnená na základe § 34a ods. 1 a § 34a ods. 2 zákona č. 566/1992 Zb. o Národnej banke Slovenska v znení neskorších predpisov v spojitosti s § 3 ods. 2 a § 35 ods.1 zákona č. 747/2004 Z. z. o dohľade nad finančným trhom a o zmene a doplnení niektorých zákonov, v znení neskorších predpisov žiadať od spoločností informácie a vysvetlenie potrebné na preverenie a posúdenie neoprávnenej činnosti kolektívneho investovania.
- 43. Pri posudzovaní neoprávnenej činnosti kolektívneho investovania Národná banka Slovenska skúma uvedenú činnosť a naplnenie všetkých hlavných znakov kolektívneho investovania komplexne a spoločne, pričom za účelom zdôvodnenia naplnenia hlavných znakov kolektívneho investovania môže posudzovať aj ďalšie (podporné, vedľajšie) znaky kolektívneho investovania. Pri posudzovaní je rozhodujúce, či sú podmienky splnené

sa táto smernica neuplatňuje na správu dôchodkových fondov, systémov účasti zamestnancov alebo systémov sporenia, na nadnárodné inštitúcie, národné centrálné banky ani štátnu, regionálnu a miestnu správu a orgány či inštitúcie, ktoré spravujú fondy podporujúce systémy sociálneho a dôchodkového zabezpečenia, na subjekty zriadené na účely sekuritizácie, ani na poisťné zmluvy a spoločné podniky.“

²⁰ Tento záver zdieľa vo svojich Otázkach a odpovediach k Smernici AIFMD aj Komisia (https://finance.ec.europa.eu/system/files/2017-05/aifmd-commission-questions-answers_en.pdf)

skutočne, a teda z materiálneho, nie z formálneho hľadiska. Národná banka Slovenska posudzuje konkrétnu činnosť komplexne a teda sa neobmedzuje na to, či posudzovaná činnosť je rovnaká ako činnosť opísaná v niektorom z príkladov uvedenom v tomto metodickom usmernení. Príklady uvedené v tomto metodickom usmernení slúžia len ako pomôcka pre vysvetlenie znakov alebo výnimiek z kolektívneho investovania, a to na zjednodušenom príklade podnikateľskej činnosti. Pri posudzovaní sa zároveň hodnotí aj spôsob, akým sú investorovi informácie podávané, či sú informácie rozširované verejne a akým spôsobom spoločnosť uskutočňuje marketing alebo propagáciu svojej činnosti. Podľa tohto metodického usmernenia sa posudzuje činnosť len z toho pohľadu, či predstavuje kolektívne investovanie, a teda sa neposudzuje z toho pohľadu, či podnikanie spadá pod akúkoľvek inú regulovanú činnosť (napr. činnosť poisťovní, bánk, obchodníkov s cennými papiermi, poskytovateľov platobných služieb).

44. Pre jednoduchšie zorientovanie sa pri posudzovaní činnosti kolektívneho investovania je v prílohe tohto metodického usmernenia vypracovaná zjednodušená schéma.
45. V prípade pochybností zo strany subjektov je možné obrátiť sa s kvalifikovanou otázkou (detailný opis situácie a detailné právne posúdenie činnosti subjektu vo vzťahu k tomuto metodickému usmerneniu) na Národnú banku Slovenska za účelom poskytnutia stanoviska.

6 Umožnenie alebo uľahčenie neoprávneného podnikania v oblasti kolektívneho investovania

46. V zmysle § 2 ods. 6 zákona sa zakazuje umožniť alebo uľahčiť inému vykonávať kolektívne investovanie v rozpore so zákonom, a to propagáciou takejto činnosti alebo zabezpečením takejto činnosti iným spôsobom. To znamená, že za porušenie zákona je považované aj konanie, pri ktorom právnická alebo fyzická osoba verejne šíri informácie spoločnosti – správcovi, ktorý vykonáva činnosť kolektívneho investovania neoprávnene (nie v súlade so zákonom) alebo poskytuje takejto spoločnosti inú podporu (finančnú, personálnu, materiálnu, prípadne poskytnutie kontaktov na potenciálnych investorov) a Národná banka Slovenska je oprávnená uložiť sankciu podľa zákona aj tejto právnickej alebo fyzickej osobe.

7 Povinnosť Národnej banky Slovenska vo vzťahu k neoprávnenému podnikaniu v kolektívnom investovaní

47. Podľa § 2 ods. 6 zákona č. 747/2004 Z. z. o dohľade nad finančným trhom a o zmene a doplnení niektorých zákonov, v znení neskorších predpisov, v prípade, ak Národná banka Slovenska pri výkone dohľadu zistí skutočnosti nasvedčujúce tomu, že bol spáchaný trestný čin, bezodkladne to oznámi príslušnému orgánu činnému v trestnom konaní v súlade so zákonom č. 300/2005 Z. z. Trestným zákonom, v znení neskorších predpisov.

8 Sankcie

48. Osobám neoprávnene vykonávajúcim kolektívne investovanie je Národná banka Slovenska oprávnená uložiť nasledovné sankcie podľa § 202 zákona:
 - opatrenie na odstránenie a na nápravu zistených nedostatkov, lehotu na ich splnenie a povinnosť v určenej lehote informovať Národnú banku Slovenska o ich splnení,
 - pokutu do
 - a) 5 000 000 eur alebo do 10 % celkového ročného obratu v predchádzajúcom kalendárnom roku, ak ide o právnickú osobu; ak je právnická osoba dcérskou spoločnosťou, za základ celkového ročného obratu v predchádzajúcom

- kalendárnom roku sa použije hrubý príjem z konsolidovanej účtovnej závierky materskej spoločnosti,
- b) 5 000 000 eur, ak ide o fyzickú osobu, alebo
 - c) dvojnásobku sumy obohatenia vyplývajúcej zo zistených nedostatkov, ak je túto sumu možné určiť, a to aj keď táto suma prevyšuje sumy podľa prvého bodu a druhého bodu,
- nariadenie skončiť nepovolenú činnosť.

9 Záverečné ustanovenia

49. Toto metodické usmernenie sa uplatňuje od dátumu jeho zverejnenia.
50. Toto metodické usmernenie predstavuje právny názor Národnej banky Slovenska vo vzťahu k oblasti kolektívneho investovania. Tento právny názor bude uplatňovaný pri výkone dohľadu zo strany odboru dohľadu nad kapitálovým trhom Národnej banky Slovenska.
51. Právne predpisy súvisiace s predmetom tohto usmernenia sú uvedené na webovom sídle Národnej banky Slovenska a na webovom sídle Úradného vestníka Európskej únie.

Vladimír Dvořáček v. r.
člen bankovej rady a výkonný riaditeľ
úseku dohľadu a finančnej stability
útvary dohľadu nad finančným trhom
Národnej banky Slovenska

Júlia Čillíková v. r.
výkonná riaditeľka úseku dohľadu
a ochrany finančného spotrebiteľa
útvary dohľadu nad finančným trhom
Národnej banky Slovenska

Príloha k metodickému usmerneniu č. 5/2023

Zjednodušená schéma pre posudzovanie činnosti kolektívneho investovania

1	áno	nie
Dochádza k zhromažďovaniu kapitálu od investorov za účelom vykonávania finančnej činnosti?		
Je investor vystavený trhovému riziku (závislosti návratnosti zhromaždeného kapitálu/zisku investora od hodnoty aktív, do ktorých bol kapitál investovaný)?		
Dochádza k spoločnému investovaniu kapitálu do rovnakého portfólia aktív, a teda je kapitál spravovaný spoločne a investori podliehajú spoločnému, združenému riziku?		
Vykonáva sa správa zhromaždeného kapitálu v prospech investorov?		

2	áno	nie
Spadá posudzovaná činnosť do niektorej zo zákonných výnimiek?		
Zhromažďuje sa kapitál od vopred existujúcej skupiny blízkych osôb (resp. ide o rodinný podnik)?		

- * Pokiaľ je odpoveď na všetky otázky z prvej tabuľky "áno" a na všetky otázky z druhej tabuľky „nie“ - ide o činnosť kolektívneho investovania
- ** Pokiaľ je odpoveď aspoň na jednu otázku z prvej tabuľky "nie" a aspoň na jednu otázku z druhej tabuľky "áno" - nejde o činnosť kolektívneho investovania