

SVOJPOMOCNÉ ZÍSKAVANIE KAPITÁLU UNIVERZITNÝMI STARTUPMI *SELF-ASSISTED CAPITAL RAISING BY UNIVERSITY STARTUPS*

ABSTRAKT Príspevok sa zameriava na analýzu možností svojpomocného získavania kapitálu ako formy alternatívneho financovania, ktoré je pre univerzitné startupy dostupné bez toho, aby museli získavať špeciálne licencie či podliehať regulácii kapitálového trhu. Cieľom príspevku je identifikovať právny priestor (tzv. bezpečný prístav), ktorý umožňuje startupom flexibilne získavať financovanie vlastnými aktivitami, či už formou privátnych investícií malých investorov, alternatívnych investičných fondov, grantov, alebo iných foriem podpory. Príspevok poskytuje univerzitným startupom základnú orientáciu v oblasti právnej regulácie získavania kapitálu v kontexte slovenského právneho prostredia.

ABSTRACT The contribution focuses on analyzing self-help capital rising options as a source of alternative finance available to university startups without requiring them to obtain special licenses or be subject to capital market regulation. The contribution aims to identify safe harbours that allow startups to flexibly secure funding through their own activities, whether in the form of private investments from small investors, alternative investment funds,

grants, or other forms of support. The contribution provides basic guidance for university startups in the area of legal regulation of capital raising within the context of the Slovak legal environment.

ÚVOD

V úvodných fázach života spoločnosti býva financovanie podnikania založené na svojpomocnom financovaní, ktoré zahŕňa využívanie vlastného kapitálu zakladateľov spoločnosti.¹ Náročnosť financovania začínajúcej spoločnosti býva rôzna a závisí od oblastí podnikania, v ktorej plánuje spoločnosť pôsobiť. Vzhľadom na účely tohto príspevku uvažujeme o startupoch ako o projektoch, ktoré prešli z fázy myšlienky a nápadu do fázy inštitucionalizácie a existujú už v podobe obchodnej spoločnosti, ktorá plánuje uviesť na trh určitý produkt alebo nejakú službu, avšak takáto služba alebo tento produkt ešte reálne neexistuje.² V raných fázach spravidla existuje určité duševné vlastníctvo, ktoré má potenciál byť komercializované, pričom v kontexte výskumných aktivít univerzít takéto duševné vlastníctvo obvyčajne vzniklo ako výsledok akademického

¹ Mazúr, J. In Grambličková, B., Mazúr, J., Barkoci, S. *Právo startupových spoločností: správa, financovanie a duševné vlastníctvo*. Bratislava: C. H. Beck, 2023, s. 83.

² Pojem startupová spoločnosť je heterogénna kategória, ktorá nemusí odzrkadľovať to, či je činnosť aktérov projektu inštitucionalizovaná aj vo forme obchodnej spoločnosti. Porovnaj Mazúr, J. In Grambličková, B., Mazúr, J., Barkoci, S. *Právo startupových spoločností: správa, financovanie a duševné vlastníctvo*. Bratislava: C. H. Beck, 2023, s. 3.

výskumu, ktorý je začlenený do obchodnej spoločnosti ako *spin-off* alebo *spin-out*^{III}. V prípade *spin-off* startupov, ktoré sú spoločnosťami s majetkovou účasťou univerzity, to znamená zabezpečenie ich počítačného financovania kombináciou vlastných zdrojov osoby, ktorá je spoluzakladateľom tejto spoločnosti, a univerzity. V prípade univerzitného startupu vo forme *spin-out* spoločnosti vlastných zdrojov zakladateľa.

Vzhľadom na často limitované prostriedky, ktoré môžu zakladajúci spoločníci do podnikania startupovej spoločnosti vložiť, je dôležitou otázkou, ktorú musia startupy v počítačnej fáze riešiť, otázka získavania kapitálu. V tomto príspevku sa zameriame na niektoré svojpomocné formy získavania kapitálu pre univerzitné startupy (či už vo forme *spin-off*, alebo *spin-out* spoločnosti).

V prípade, že sú na financovanie startupu disponibilné vlastné zdroje spoločníkov nedostatočné, financovanie býva zvyčajne realizované prostredníctvom získavania dodatočného kapitálu. Slovenský kapitálový trh je nerozvinutý, získavanie kapitálu prostredníctvom emisie cenných papierov na slovenskom regulovanom trhu je teda v súčasnosti pre slovenský startup neodstupné. Okrem toho sa zdá, že nerozvinutý slovenský kapitálový trh nie je jedinou prekážkou získavania rizikového kapitálu, pretože aj v širšom regionálnom kontexte hľadajú európske startupy financovanie často v zahraničí.^{IV}

Právna regulácia získavania kapitálu však existuje i na slovenskom kapitálovom trhu a je komplexná. Za základ regulačného rámca v slovenskom právnom prostredí možno označiť Zákon č. 203/2011 Z. z. o kolektívnom investovaní (ďalej len „Zákon o kolektívnom investovaní“), Zákon č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch a investičných službách (ďalej len „Zákon o CP“), Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) 2017/1129 zo 14. júna 2017 o prospekte, ktorý sa má uverejniť pri ve-

rejnej ponuke cenných papierov alebo ich prijatí na obchodovanie na regulovanom trhu (ďalej len „Nariadenie o prospekte“), Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) 2020/1503 zo 7. októbra 2020 o európskych poskytovateľoch služieb hromadného financovania (ďalej len „Nariadenie o crowdfundingu“) a z pohľadu vydávania digitálnych aktív aj Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) 2023/1114 z 31. mája 2023 o trhoch s kryptoaktívami (ďalej len „Nariadenie MICA“), ktoré reguluje kryptoaktíva a ich verejnú ponuku. Komplexnosť a náročnosť interpretácie tejto právnej regulácie podčiarkuje fakt, že vnútroštátna právna úprava je silne determinovaná európskym právom aj v podobe smerníc (napr. Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2014/65/EÚ z 15. mája 2014 o trhoch s finančnými nástrojmi, tzv. Smernica MIFID II, alebo Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2011/61/EÚ z 8. júna 2011 o správcoch alternatívnych investičných fondov, tzv. Smernica AIFMD). Európska právna úprava harmonizuje pravidlá platné i pre rozvinutejšie zahraničné trhy. Okrem toho je európsky rámec právnej regulácie jednotlivých subsektorov finančného trhu tvorený tiež tzv. level 2 legislatívou (rôzne vykonávacie nariadenia a technické štandardy) a level 3 legislatívou (napr. rôzne usmernenia Európskeho orgánu pre cenné papiere a trhy – ESMA). Spleť právnou reguláciou znamená, že startup môže pri získavaní kapitálu často naraziť na bariéry spojené s reguláciami kapitálového trhu a potrebou získavania rôznych povolení, čo môže v konečnom dôsledku zvyšovať náročnosť a aj cenu získavania kapitálu.

Cieľom tohto príspevku je poukázať na tzv. bezpečné prístavy (*safe harbour*) regulácie kapitálových trhov, v ktorých môže startup získavať alternatívny kapitál svojpomocne, bez potreby získavania osobitných licencií alebo spĺňania požiadaviek podnikania v sektore kapitálového trhu alebo s minimálnymi nákladmi na špecifické verejnoprávne povolenia či licencie.

^{III} K rozdielu vytvorenia *spin-off*, resp. *spin-out* spoločnosti pozri Noskovič, J., Sališ, S. Rozhodovanie predchádzajúce založeniu univerzitnej *spin-off* alebo *spin-out* spoločnosti. *Transfer technológií bulletin*. číslo 2, rok 2022, s. 38.

^{IV} Európska komisia v súčasnosti pripravuje novú stratégiu rozvoja startupov a scaleupov. https://research-and-innovation.ec.europa.eu/strategy/strategy-research-and-innovation/jobs-and-economy/towards-eu-startup-and-scaleup-strategy_en

KOLEKTÍVNE INVESTOVANIE (Z POHĽADU STARTUPU)

Jednou z možností, ako získať prostriedky nástrojmi kolektívneho investovania, je uchádzať sa o získanie prostriedkov z tzv. alternatívnych fondov kolektívneho investovania, či už rýdzo súkromných, alebo existujúcich s podporou verejných zdrojov.^V S určitou dávkou zjednodušenia možno alternatívny investičný fond vnímať ako nástroj poskytovania rizikového kapitálu, ktorý je určený práve na financovanie spoločností, ktorých akcie alebo cenné papiere nie sú obchodované na regulovanom trhu, keďže alternatívny investičný fond môže investovať do majetku v podobe získavania obchodných podielov alebo získavania akcií startupov.^{VI} Na Slovensku je v súčasnosti registrovaných 37 správcovsých spoločností, ktoré môžu vytvárať a spravovať alternatívne investičné fondy, a povolenie na distribúciu alternatívnych investičných fondov má ďalších 160 subjektov.^{VII} Startupy môžu tiež využívať rôzne nástroje na financovanie rizikového kapitálu, ktoré sú vytvárané na úrovni EÚ a mali by zabezpečiť financovanie i v oblastiach, kde by bolo investovanie súkromných fondov nedostupné.^{VIII}

Pre rané štádia startupov je príznačné, že existuje snaha o minimalizáciu nákladov a regulácie. Startupy preto často hľadajú rôzne spôsoby, ako získať kapitál čo najviac svojpomocne. Príkladom snahy startupov o takéto získavanie kapitálu bol vznik rôznych crowdfundingových platforiem^{IX}, ktoré

reagovali na existujúci dopyt a existujúcu ponuku. Záujemcom dnes uľahčujú prístup k alternatívne- mu financovaniu. Ako platformy spájajúce dopyt a ponuku pomáhajú „organizovať“ trh s alternatív- nym súkromným kapitálom tak pre investorov, ako aj pre účastníkov v pozícii startupov ako vlastníkov projektov. Práve fakticky vykonávaná činnosť tých- to platforiem je zreteľným príkladom toho, ako v os- tatných rokoch reagovala právna úprava na menia- cu sa situáciu a následne bolo prijaté tzv. Nariadenie o crowdfundingu.^X Pomyselná šedá zóna podnikania takýchto platforiem je v súčasnosti regulovaná, čo by malo prispieť k ich legitímnemu vnímaniu.

Právna regulácia kolektívneho investovania je ob- siahnutá v Zákone o kolektívnom investovaní (skrá- tene len „ZKI“). Z právno-regulačného pohľadu je východiskom možnosť vykonávať kolektívne in- vestovanie len vytváraním tuzemských subjektov kolektívneho investovania alebo zhromažďovaním peňažných prostriedkov a peniazmi ocenených hodnôt prostredníctvom ponuky cenných papierov alebo majetkových účastí v zahraničných subjek- toch kolektívneho investovania.

V § 2 ods. 3 ZKI nachádzame všeobecný zákaz ko- lektívneho investovania, podľa ktorého sa zakazuje zhromažďovanie peňažných prostriedkov a peniazmi ocenených hodnôt na účel ich následného inves- tovania za kumulatívneho splnenia dvoch podmie- nok. Prvou je podmienka, (I) že návratnosť takto zhromaždených peňažných prostriedkov a peniazmi

^V *tamtiež*

^{VI} *Alternatívnym investičným fondom sa v zmysle § 4 ods. 6 ZKI rozumie fond, ktorý nie je štandardným fondom a do kto- rého sa peňažné prostriedky a peniazmi ocenené hodnoty zhromažďujú prostredníctvom verejnej ponuky alebo privátnej ponuky s cieľom investovať takto zhromaždené peňažné prostriedky a peniazmi ocenené hodnoty do majetku ustanoveného týmto zákonom alebo vymedzeného štatútom alternatívneho investičného fondu.*

^{VII} *Alternatívnych investičných fondov je celkovo registrovaných 68. Zdroj: Verejný register subjektov finančného trhu: [htt- ps://subjekty.nbs.sk/](https://subjekty.nbs.sk/)*

^{VIII} *Ide napríklad priamo o fondy vytvárané Európskou radou pre inovácie, napr. [https://eic.ec.europa.eu/eic-fund/about-eic- fund_en](https://eic.ec.europa.eu/eic-fund/about-eic-fund_en).*

^{IX} *Ako napr. zahraničný Kickstarter alebo slovenské Crowdberry*

^X *Nariadenie 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 (Text s významom pre EHP)*

oceniteľných hodnôt alebo zisk osôb, ktorých peňažné prostriedky a peniazmi oceniteľné hodnoty boli zhromaždené, sú čo i len čiastočne závislé od hodnoty alebo výnosu aktív, ktoré boli za zhromaždené peňažné prostriedky a peniazmi oceniteľné hodnoty nadobudnuté. Druhou je podmienka, (II) že sa vykonáva na základe povolenia vydaného podľa ZKl.

Zákon o kolektívnom investovaní poskytuje bezpečný prístav pre startupy, ktorých hlavným cieľom je financovanie činnosti v podobe výroby, výskumu alebo poskytovania iných služieb ako finančných služieb, pričom je financovaná prevažne z vlastných prostriedkov osoby zhromažďujúcej peňažné prostriedky.^{XI} Na aplikáciu tejto výnimky je nevyhnutné kumulatívne splnenie dvoch podmienok, a to (I) hlavnej činnosti orientovanej na výrobu, výskum alebo poskytovanie služieb a (II) podmienky financovania z vlastných prostriedkov osoby, ktorá peňažné prostriedky zhromažďuje. Negatívnou podmienkou (III) je, že startup neposkytuje finančné služby. Podmienka týkajúca sa výšky vlastných prostriedkov a ich kombinovania so zhromaždením kapitálu od verejnosti bude splnená vždy vtedy, keď budú vlastné zdroje spoločnosti prevažovať nad získanými zdrojmi od investorov. Za vlastné zdroje spoločnosti by sa mali považovať zdroje, s ktorými nie je spojená právna povinnosť ich vrátiť.^{XII} V závislosti od typu obchodnej spoločnosti môžu existovať v podobe vkladov spoločníkov do spoločnosti, príspevkov do kapitálových fondov, zdroje získané splatením emisného kurzu akcií alebo emisného ážia. Získavanie zdrojov v rámci bezpečného prístavu výnimky pre výskum a vývoj je možné vždy iba v kombinácii s vlastným kapitálom. Okrem toho musí byť splnená aj podmienka nefinančnej služby. Podmienke nefinančných služieb (resp. činností) sa budeme venovať ďalej v rámci metodiky posúdenia činnosti ako kolektívneho investovania.

^{XI} § 2 ods. 5 ZKl.

^{XII} Porovnaj Mazúr, J. In Grambličková, B., Mazúr, J., Barkoci, S. *Právo startupových spoločností: správa, financovanie a duševné vlastníctvo*. Bratislava: C. H. Beck, 2023, s 88.

^{XIII} Metodické usmernenie útvarov dohľadu nad finančným trhom Národnej banky Slovenska z 29. mája 2023 č. 5/2023 k neoprávnenému podnikaniu v oblasti kolektívneho investovania.

^{XIV} *tamtiež*

METODIKA POSÚDENIA ČINNOSTI AKO KOLEKTÍVNEHO INVESTOVANIA

Podľa obrázka č. 1 vytvoreného na základe metodického usmernenia Národnej banky Slovenska (NBS)^{XIII} možno pre posúdenie činnosti ako kolektívneho investovania využiť nasledujúcu zjednodušenú schému.^{XIV}

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

Obrázok č. 1: Zjednodušená schéma posudzovania činnosti kolektívneho investovania

Po zahliadnutí zjednodušenej schémy by sa na prvý pohľad mohlo zdať, že pre startupy vykonávajúce nefinančnú činnosť je téma kolektívneho investovania nepodstatná. Slovenské zákonné výnimky z kolektívneho investovania sú však formulované úzko a zákaz obsiahnutý v § 2 ods. 3 ZKl je všeobecný. Výklad toho, čo môže spadať pod finančnú alebo nefinančnú činnosť, môže preto v niektorých prípadoch vyžadovať zložitejšie posúdenie.

Výklad definície kolektívneho investovania podľa § 2 ods. 1 ZKI je bližšie vysvetľovaný v metodickom usmernení NBS^{xv}. To rozlišuje medzi hlavnými a vedľajšími znakmi definície kolektívneho investovania, ktoré sú nevyhnutné na posúdenie toho, či ide o činnosť regulovanú zákonom. Hlavnými znakmi sú:

- podnikanie,
- zhromažďovanie peňažných prostriedkov a peniazmi ocenených hodnôt od investorov s cieľom spoločného investovania,
- investovanie zhromaždeného kapitálu v súlade s investičnou politikou,
- v prospech osôb, ktorých kapitál bol zhromaždený (ďalej „investor“),
- závislosť návratnosti zhromaždeného kapitálu od investorov alebo zisku investorov od hodnoty, alebo výnosu aktív, ktoré boli za zhromaždený kapitál nadobudnuté.

Vedľajšie znaky kolektívneho investovania vyvodzuje slovenský regulátor z tzv. ESMA usmernení^{xvi}. Sú tiež odvodené z definície kolektívneho investovania. Zahŕňajú posúdenie:

- či návratnosť zhromaždeného kapitálu vyplýva zo spoločného (resp. združeného) rizika alebo miery účasti investorov na každodenných záležitostiach týkajúcich sa investovania poskytnutého kapitálu, resp. na vykonávaní činnosti,
- či dochádza k zhromažďovaniu kapitálu na účely vykonávania finančnej činnosti,
- či k nemu dochádza len s cieľom financovania inej (nefinančnej) činnosti.

V zmysle metodického usmernenia je vzťah medzi hlavnými a ďalšími znakmi charakterizovaný tým, že vedľajšie znaky slúžia ako pomôcka na posúdenie, či sú kumulatívne naplnené všetky hlavné znaky kolektívneho investovania alebo či sú splnené zákonné výnimky z kolektívneho investovania.^{xvii}

^{xv} *tamtiež*

^{xvi} *ESMA je Európsky orgán pre cenné papiere a trhy.*

^{xvii} *Metodické usmernenie útvarov dohľadu nad finančným trhom Národnej banky Slovenska z 29. mája 2023 č. 5/2023 k neoprávnenému podnikaniu v oblasti kolektívneho investovania, bod 7.*

^{xviii} *Zákon č. 513/1991 Zb. Obchodný zákonník*

Naplnenie definičného znaku podnikania dosiahnu spravidla všetky obchodné spoločnosti, pretože v zmysle § 2 ods. 2 písm. a) Obchodného zákonníka^{xviii} sú podnikateľmi *ex lege*.

Pre znak zhromažďovania kapitálu s cieľom spoločného investovania nie je podstatná forma nástroja slúžiaceho na získanie kapitálu, ako uvádza metodické usmernenie: „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, pretože rozhodujúci je zámer osoby zhromažďujúcej kapitál od investorov tento kapitál použiť na spoločné investovanie v prospech investorov.“

V tomto kontexte uvádza usmernenie NBS aj niekoľko príkladov. Príklad 2a znie: „*Spoločnosť A zhromaždí peňažné prostriedky od investorov, a to prostredníctvom zmluvy o tichom spoločenstve. 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 neskôr 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.“

Z uvedeného príkladu vyplýva, že ak by univerzity (priamo alebo prostredníctvom osobitnej obchodnej spoločnosti) vykonávali centrálné zhromažďovanie prostriedkov pre startupy, zhromažďovanie kapitálu výmenou za podiel zo zisku napr. dcérskej startupovej spoločnosti by napĺňalo jeden z hlavných znakov kolektívneho investovania – zhromažďovanie prostriedkov s cieľom spoločného investovania.

Príklad 2b hovorí: „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, pretože zisk investorov je vopred určený (fixne daný v prípade fixného úroku) alebo vopred určitelný (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 investícia zhromaždeného kapitálu nie je investovaná v prospech investorov a investori v takomto prípade nepodstupujú riziko z investície.“ V zmysle uvedeného je prípustné získavanie kapitálu vydávaním cenných papierov s pevným výnosom, resp. so ziskom nezávislým od hodnoty podkladového aktíva nadobudnutého ako investíciu. Z tohto pohľadu je však potrebné upozorniť, že tak vydávanie, ako aj následná správa alebo distribúcia cenných papierov je regulovanou činnosťou.^{XIX}

Metodické usmernenie je založené na extenzívnom výklade znaku tzv. investičnej politiky, ktorú možno v konkrétnych prípadoch ťažko rozlíšiť od obchodnej stratégie startupovej spoločnosti. Vyplýva to z nasledujúceho usmernenia: „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 účelom riadi. Na 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.“

Na lepšie pochopenie sú v usmernení uvádzané nasledujúce príklady:

„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.“

Pre univerzitné startupy majú tieto príklady nasledujúce implikácie:

- získavanie kapitálu univerzitným startupom od investorov na vykonávanie nefinančnej činnosti by bolo v zásade prípustné, ak by ho startup vykonával priamo a nepôjde o startup, ktorého hlavná činnosť by spočívala vo finančnej činnosti,
- okrem toho je potrebné posúdiť aj to, či by takéto získavanie kapitálu nespadlo do inej regulácie (napr. crowdfunding alebo regulácie cenných papierov) a v prípade využitia digitálnych inovácií napr. do oblasti regulácie kryptoaktív či finančných nástrojov.

Otáznym môže byť posúdenie obchodného modelu startupu založeného na neskoršom generovaní príjmov z duševného vlastníctva na základe výnosov z komercializácie licencií. Problém posudzovania finančnej činnosti NBS vysvetľuje na príkladoch podnikania s nehnuteľnosťami.

Podľa usmernenia je v prípade podnikania v oblasti nehnuteľností niekedy otáznne, kde je hranica medzi

^{XIX} Tému riešime v časti 3 tohto príspevku.

finančnou a prevádzkovou činnosťou podniku. Príklady 10 a 11 usmernenia uvádzajú nefinančné činnosti súvisiace s nehnuteľnosťami, ktorými sú: (I) prevádzka hotela alebo ubytovacieho zariadenia, (II) prevádzka sociálneho zariadenia (pre dôchodcov, deti, zdravotne znevýhodnené osoby a pod.), (III) projektovanie nehnuteľností (vytvorenie koncepcie, projektu, výstavba nehnuteľnosti a jej následný predaj), (IV) tzv. facility management nehnuteľností (sprostredkovateľská činnosť alebo finančné poradenstvo v súvislosti s kúpou alebo predajom nehnuteľnosti, oceňovanie nehnuteľností). A príklady finančných činností, a to nákup, prenájom, lízing, správa a predaj nehnuteľností.

Príklad 11 usmernenia rieši konkrétne situácie: „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 spolu vlastnenej nehnuteľnosti na základe zmluvného vzťahu s jednotlivými spoluvlastníkmi danej nehnuteľnosti, takáto činnosť nie je považovaná za kolektívne investovanie, pretože:

- vlastník nehnuteľnosti v tomto prípade neinvestuje ďalej zhromaždené peňažné prostriedky, keďže 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.“

Okrem toho „kúpa nehnuteľnosti za zhromaždené peňažné prostriedky od investorov na účely jej zhodnotenia a predaja so ziskom v budúcnosti, ktorý sa vyplatí investo-

rom, alebo kúpa nehnuteľnosti za zhromaždené peňažné prostriedky od investorov s cieľom jej nájmu a vyplácania výnosov z nájmu nehnuteľnosti investorom nepredstavuje nefinančnú činnosť, a teda ide o kolektívne investovanie.“^{xx}

Z uvedeného je zrejmé, že za finančnú činnosť je z pohľadu kolektívneho investovania považovaný aj prenájom nehnuteľností či špekulácia na prípadné zhodnotenie nehnuteľností pri ich eventuálnom predaji v budúcnosti. Odhliadnuc od sektora nehnuteľností, z pohľadu univerzitných startupov, ktorých obchodná stratégia nesmeruje až k vývoju finálneho produktu, ale napr. k licencovaniu technológie môže pri zhromažďovaní kapitálu existovať riziko naplnenia znakov kolektívneho investovania. Pre voľbu spôsobu financovania je preto dôležité posúdiť aj cieľ startupu.

Z uvedeného môže byť prísny pohľad slovenského regulátora pre startup veľmi limitujúci, najmä ak získanie kapitálu smeruje k tomu, aby sa startup na pomyselné ceste rastu posunul bližšie k vývoju prototypu s vidinou neskoršej komercializácie formou poskytovania licencií alebo prevodu duševného vlastníctva k technológii. Priestor na aplikáciu výnimiek podľa ZKl je pomerne úzky, pretože absentujú výnimky pre ponuky limitované obmedzenému počtu investorov, ktoré možno nájsť pri ponuke cenných papierov. Výnimka pre výskum a vývoj by mohla byť aplikovateľná taktiež iba za predpokladu, že činnosť startupu by nebola posúdená ako finančná.

Napokon do regulácie kolektívneho investovania nebudú spadať ani investície od tzv. anjelských investorov za predpokladu, že takéto osoby budú mať skutočný vplyv na správu a riadenie spoločnosti. Keďže poskytnutie investície anjelským investorom sa spravidla deje nadobudnutím ekvity spoločnosti, čím anjelský investor získava postavenie spoločníka v spoločnosti a svoje záujmy na správe a riadení spoločnosti si spravidla aj zmluvne ochráni, takáto činnosť by nemala mať znaky kolektívneho investovania.^{xxi}

^{xx} Metodické usmernenie útvarov dohľadu nad finančným trhom Národnej banky Slovenska z 29. mája 2023 č. 5/2023 k neoprávnenému podnikaniu v oblasti kolektívneho investovania, bod 32.

^{xxi} Pozri bod 28 Usmernenia NBS: „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 inves-

CROWDFUNDING

Základná právna úprava crowdfundingu sa nachádza v Nariadení o poskytovateľoch služieb hromadného financovania. Z pohľadu získania kapitálu startupom plní *crowdfunding* podobnú funkciu ako zhromažďovanie prostriedkov pri kolektívnom investovaní. Zo všeobecnejšieho pohľadu ide v oboch prípadoch o spôsoby získania peňažných prostriedkov (tzv. *fundraising*). Predmetom regulácie je však v prípade *crowdfundingu* crowdfundingová platforma, ktorá uľahčuje zhromažďovanie prostriedkov, nie subjekt, ktorý sa o prostriedky uchádza a o ich použitie následne rozhoduje. Crowdfundingová platforma musí mať postavenie nezávislého sprostredkovateľa, ktoré je garantované ustanoveniami nariadenia o predchádzaní konfliktu záujmov^{xxii}. Účelom nezávislosti crowdfundingovej platformy od startupu je zabezpečenie ochrany investorov. Samotný startup, ktorý má o získanie kapitálu záujem, nepotrebuje na získanie kapitálu osobitnú licenciu alebo osobitné povolenie, vystupuje v pozícii tzv. vlastníka projektu. Startup sa môže uchádzať o získanie podpory investorov prostredníctvom crowdfundingovej platformy, avšak najviac do výšky 5 000 000 eur.^{xxiii}

Výhodou získania tohto druhu financovania je, že poskytuje startupu spätnú väzbu v súvislosti s možnosťou uplatnenia na trhu, ktorá sa reflektuje v objeme a rýchlosti, akou je startup schopný

potrebný kapitál od investorov získať, resp. či ho vôbec môže získať.

Tým, že ekonomická podstata *crowdfundingu* spočíva v získaní kapitálu od väčšieho počtu investorov, získanie hromadného financovania môže podľa ZKI napĺňať aj znaky zhromažďovania kapitálu, a teda byť klasifikované ako kolektívne investovanie. Na rozdiel od získania prostriedkov v prípade kolektívneho investovania nedefinuje crowdfundingová platforma, ktorá uľahčuje získanie prostriedkov pre startup, investičnú stratégiu investora alebo obchodnú stratégiu startupu. Na túto skutočnosť reflektuje aj metodické usmernenie NBS v bodoch 17 a 38.^{xxiv} Ak by však spojenie týchto činností (platformy a vlastníka projektu) nastalo v rámci startupu, mohlo by ísť o exces, ktorý by odôvodňoval posúdenie získania hromadného financovania startupom aj cez prizmu kolektívneho investovania (a teda následne posudzovanie hlavných a vedľajších znakov podnikania startupu).

Startup môže uskutočniť *fundraising* aj v podobe tzv. *odmenového crowdfundingu*, ktorý nie je predmetom existujúcej právnej regulácie crowdfundingu. Pre *odmenový crowdfunding* je typické, že záväzkom startupu nie je poskytnúť investorovi peňažnú odmenu alebo podiel na zisku, ale poskytnúť mu inú formu odmeny (napr. reklamný produkt, produkt v limitovanej edícii, reklamný priestor a pod.). Pokiaľ *odmenový crowdfunding* spočíva v

tovanie. 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.“

^{xxii} Nariadenie o crowdfundingu, čl. 8.

^{xxiii} Nariadenie o crowdfundingu, v čl. 1, ods. 1 písm. c).

^{xxiv} V zmysle Usmernenia NBS bod 17: „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 v súvislosti s nákupom, predajom alebo iným nakladaním s podkladovým nelikvidným alebo nedeliteľným aktívom alebo vzhľadom na spôsob rozdelenia výnosu).“

tom, že by investor mohol získať odmenu, ktorej hodnota nie je závislá od hodnoty podkladového aktíva, ktorá sa dá za jeho investíciu nadobudnúť, nešlo by v takom prípade ani o právne regulovaný crowdfunding, ani o kolektívne investovanie.^{xxv}

Ak za majetkový vstup osoby (kvázi investora) nie je startupom ponúkané variabilné zhodnotenie vkladu závislé od nadobudnutého aktíva, tak takáto činnosť by nemala mať ani znaky kolektívneho investovania.

Predpredaj produktov alebo služieb môže byť tiež jedným zo spôsobov, ktorým môže startup získať kapitál na svoju ďalšiu činnosť. Takáto činnosť by spravidla nespádala do regulácie získavania kapitálu ani z pohľadu crowdfundingu, ani z pohľadu kolektívneho investovania. V tomto prípade je pri predpredaji tovarov a nefinančných služieb určených fyzickým osobám potrebné dodržiavať všeobecné právne pravidlá ochrany spotrebiteľov, ktoré kladú nároky najmä na plnenie informačných povinností vo vzťahu k spotrebiteľom pred uzatvorením zmluvy. Alternatívou môže byť spustenie predpredajov určených iba v rámci veľkoobchodných trhov, na ktoré sa ochrana spotrebiteľov nevzťahuje.

Špecifická situácia by mohla nastať, ak by sa odmena poskytovala investorom v digitálnej podobe vo forme tzv. úžitkových tokenov (t. j. tokenov vymeniteľných za tovar alebo služby, ktoré ešte neexistujú). Nariadenie MICA v zmysle čl. 4 ods. 6 existenciu takýchto tokenov legitimizuje a za určitých podmienok ju vyníma aj spod regulácie kryptoaktív.^{xxvi}

^{xxv} Ako príklad na získavanie financovania možno uviesť napr. činnosť platformy Donio.

^{xxvi} Článok 4 ods. 6 Nariadenia MICA: „Ak sa týka verejná ponuka kryptoaktíva iného, než je token naviazaný na aktíva alebo token elektronických peňazí, úžitkového tokenu poskytujúceho prístup k tovarom alebo službám, ktoré ešte neexistujú alebo sa ešte neposkytujú, trvanie verejnej ponuky, ako sa uvádza v bielom doklade o kryptoaktívach, nesmie presiahnuť 12 mesiacov od uverejnenia bieleho dokladu o kryptoaktívach.“

^{xxvii} 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

^{xxviii} Vojtko, M. In Vojtko, M., Jedinák, P., Pálka, R. a kol. Právo a prax kapitálových trhov. Praktická príručka. Bratislava: C. H. Beck, 2023, s. 1.

VEREJNÁ PONUKA CENNÝCH PAPIEROV

Verejná ponuka cenných papierov nemusí prebiehať iba na organizovanom trhu, ktorým je napríklad burza. Verejná ponuka cenných papierov je v slovenských podmienkach priamo regulovaná Nariadením Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) 2017/1129 o prospekte cenného papiera (ďalej len „Nariadenia o prospekte“). Okrem toho slovenská právna úprava pozostáva zo Zákona o cenných papieroch a investičných službách, v ktorom sú implementované aj ďalšie európske právne predpisy tvoriace základ regulácie finančných nástrojov, ako napr. MIFID, ako aj v Zákone o dlhopisoch.^{xxvii} Táto právna regulácia sa týka tak vydávania dlhopisov, ktoré sú dlhovým nástrojom kapitálového trhu alebo emisie akcií, ako aj ekvityných nástrojov kapitálového trhu.^{xxviii} Zjednodušene povedané, pre emisiu cenných papierov, ich verejnú ponuku a distribúciu je potrebné získať osobitné povolenia v závislosti od toho, v akom postavení na trhu bude subjekt pôsobiť (t. j. či bude emitentom, ktorý predajom cenného papiera získa kapitál, alebo osobou, ktorá ich distribuuje). Emisia dlhopisov môže byť jedným z nástrojov získavania cudzieho kapitálu mimo oblasti kolektívneho investovania. Využitie výnimiek podľa Nariadenia o prospekte cenného papiera umožňuje emisiu cenných papierov dokonca aj bez toho, aby musel mať startup schválený prospekt cenného papiera.

Bezpečné prístavy pre tieto emisie sa nachádzajú v prípade privátnych ponúk na maloobchodnom trhu, ktoré sú vykonávané samotným emitentom (t. j. startupovou spoločnosťou) alebo licencovaným finančným sprostredkovateľom a ktoré sú adresované menej ako 150 osobám, majú menovitú hodnotu a

emisný kurz dlhopisu aspoň 100-tisíc eur alebo nedosahujú celkový objem jedného milióna eur.^{xxx} Z právneho pohľadu je na prípravu emisie splňajúcej tieto podmienky postačujúca príprava emisných podmienok a nie je potrebné schvaľovanie prospektu cenného papiera NBS.^{xxx}

Charakteristickým znakom dlhopisu na rozdiel od akcie, ktorá je majetkovým cenným papierom bez povinnosti vrátenia dlhu (hodnoty akcie) pri jej splatnosti, je jeho spojitosť so záväzkom vrátiť dlh. V prípade, ak by mal startup formu akciovej spoločnosti, jeho akcie sú cenným papierom^{xxx} a je možné využiť výnimky spod povinnosti zverejniť prospekt.

Podľa slovenského práva sa za cenný papier nepovažuje obchodný podiel.^{xxxii} Prípadná ponuka obchodných podielov však so sebou nesie riziko posúdenia zhromažďovania kapitálu ako zhromažďovania peňažných prostriedkov, ktoré by mohlo byť posúdené ako kolektívne investovanie. Všeobecné informovanie o tom, že spoločnosť hľadá investora, by pre naplnenie znakov verejnej ponuky nepostačovalo.

V kontexte digitalizácie a využívania rôznych fintech inovácií je napokon potrebné upozorniť, že prípadné snahy o digitalizáciu obchodných podielov (tzv. tokenizácie) môžu viesť k tomu, že takto vzniknuté nástroje by mohli spadať pod reguláciu kryptoaktív alebo širšiu reguláciu finančných nástrojov podľa Smernice MIFID II.

Možnosť získavania kapitálu v rámci privátnych maloobchodných ponúk môže byť pre startup lákavá, z pozície investorov však môže byť vnímaná nedôveryhodne práve pre nedostatok regulácie. Schválenie prospektu prípadnej emisie cenných papierov preto môže mať na získavanie kapitálu aj pozitívny efekt.

FINANCOVANIE PROSTREDNÍCTVOM VEREJNÝCH PODPORNÝCH SCHÉM

Financovanie prostredníctvom verejných podporných schém predstavuje alternatívu pre tie startupy, ktoré majú výskumný potenciál. V prípade univerzitných spoločností môžeme vychádzať z toho, že tieto subjekty výskumný potenciál majú. V súčasnosti možno nájsť v rámci tejto skupiny na trhu s kapitálom rôzne podporné schémy v podobe nenávratnej finančnej pomoci, ale aj modifikované tradičné nástroje na báze dlhového financovania^{xxxiii}. Získanie takýchto prostriedkov prijímateľom podpory je väčšou viazané na splnenie podmienok konkrétnej schémy v súlade so zverejnenou výzvou a môže byť spojené s formou určitého osvedčenia podmienok, napr. osvedčenie o spôsobilosti vykonávať výskum a vývoj podľa § 7 písm. e) zákona č. 172/2005 Z. z. o financovaní vedy a výskumu, prípadne splnením iných požiadaviek skôr administratívneho charakteru, ako je napr. registrácia v registri partnerov verejného sektora podľa zákona č. 315/2016 Z. z. o registri partnerov verejného sektora. Pre startupy to predstavuje skôr administratívnu záťaž než regulačnú bariéru.

Z pohľadu univerzitnej spoločnosti ide v prípade využívania týchto foriem financovania o získavanie prostriedkov pochádzajúcich z centralizovaného zdroja (v zmysle prostriedkov pochádzajúcich od jedného subjektu). Financovanie univerzitnou spoločnosťou je spravidla výhodnejšie než iné štandardizované formy financovania na trhu a môže byť pre univerzitnú spoločnosť dosiahnuteľné aj vo fázach, keď má spoločnosť produkty alebo služby v počiatočnom štádiu vývoja. Ide o externý kapitál pochádzajúci od osôb mimo okruhu zakladateľov,

^{xxx} Jedinák, P. a Bojkovský, M. In Vojtko, M. Jedinák, P. Pálka, R. a kol. *Právo a prax kapitálových trhov. Praktická príručka*. Bratislava: C. H. Beck, 2023, s. 39.

^{xxx} *tamtiež*

^{xxx} § 2 ods. 2 písm. a) *Zákona o cenných papieroch*

^{xxxii} Mazúr, J. In Grambličková, B., Mazúr, J., Barkoci, S. *Právo startupových spoločností: správa, financovanie a duševné vlastníctvo*. Bratislava: C. H. Beck, 2023, s. 19.

^{xxxiii} Napr. financovanie poskytované prostredníctvom *Slovak Investment Holding, a. s.*, v spolupráci s etablovanými finančnými inštitúciami.

ktorý je dostupný aj v situácii, keď by bolo získanie externého kapitálu zo súkromného sektora príliš rizikové.^{xxxiv} Nevýhodou tohto financovania môže byť byrokratická záťaž spojená nielen so žiadaním o príslušné financovanie, ale aj s neskorším využitím týchto prostriedkov na nákup tovarov a služieb, pretože prijatie takejto podpory ich môže z pohľadu verejného obstarávania alebo z pohľadu povinností prijímateľa štátnej pomoci stavať do pozície regulovaných subjektov. Za nevýhodu možno označiť aj to, že získanie takéhoto financovania neposkytuje startupu zo strany trhu priamu spätnú väzbu, ktorá by verifikovala to, či má podnikateľský zámer potenciál startupu uspieť na trhu.

ZÁVER

V príspevku sme poukázali na alternatívne formy svojpomocného získavania kapitálu pre startupy a na jednotlivé úskalia právnej regulácie, ktoré sú s nimi spojené. Všeobecná regulácia získavania kapitálu je upravená v zákone o kolektívnom investovaní. Pre oblasť slovenskej právnej regulácie kolektívneho investovania nie je dôležité to, ktorým nástrojom má byť investícia vykonaná, ale skôr to, čo za ňu potenciálny investor dostane a akú činnosť vykonáva samotný startup.

Právna regulácia kolektívneho investovania obsahuje výnimku pre výskum a vývoj. Aplikácia tejto výnimky je limitovaná tým, že výška zhromaždeného kapitálu musí predstavovať v pomere k vlastným prostriedkom menej ako jednu polovicu financovania a činnosť samotnej startupovej spoločnosti nesmie spočívať v poskytovaní finančných služieb.

Pokiaľ je získavanie prostriedkov od investorov realizované tak, že im startup ponúkne určitý podiel definovaný percentom z výnosu z podkladového aktíva, takéto získavanie peňažných prostriedkov bude spravidla indikovať možnosť kolektívneho investovania.

^{xxxiv} Mazúr, J. In Grambličková, B., Mazúr, J., Barkoci, S. *Právo startupových spoločností: správa, financovanie a duševné vlastníctvo*. Bratislava: C. H. Beck, 2023, s. 411.

^{xxxv} Viac informácií o inovačnom hube a podmienkach do jeho zapojenia sa možno nájsť na webovom sídle NBS <https://nbs.sk/dohlad-nad-financnym-trhom/fintech/inovacny-hub/>.

Centralizovanie zhromažďovania prostriedkov univerzitou alebo do účelovo vytvorených spoločností a následné požičiavanie finančných prostriedkov samotnej spoločnosti, ktorá je nositeľom myšlienky, môže viesť k zvýšeniu rizika posúdenia zhromažďovania prostriedkov ako kolektívneho investovania.

Z pohľadu rizikovosti posúdenia podnikania ako kolektívneho investovania má význam aj to, či má neskoršia činnosť startupu povahu finančnej alebo nefinančnej činnosti. V prípade ponuky fixného zhodnotenia ako protihodnoty za dočasné odovzdanie peňažných prostriedkov do startupu by mala aktivita startupu v podstate povahu získania dlhového financovania (napr. úveru či pôžičky). Z pohľadu startupu by nebola na získavanie takýchto peňažných prostriedkov potrebná licencia. Bolo by ich možné získavať vydávaním napr. dlhopisov.

Crowdfundingové platformy predstavujú pre startupy ako vlastníkov projektov alternatívnu možnosť získavať kapitál bez toho, aby na to startup musel získať špecifické povolenie alebo špeciálnu licenciu. Ich využitie je limitované na financovanie projektov do výšky 5 mil. eur. Mimo právnej regulácie kapitálových trhov ostávajú formy získavania kapitálu, keď by startup ponúkol osobe (kvázi investorovi) inú odmenu než výnos z investície.

V neposlednom rade môže byť nájdenie inovatívneho spôsobu financovania v kontexte digitalizácie aj technologickou inováciou samotného startupu. V danom kontexte by mali fintech startupy upriamiť pozornosť na inovačný hub Národnej banky Slovenska^{xxxv}, v rámci ktorého môžu startupy viesť s regulátorom dialóg o možnostiach inovácií v oblasti finančných služieb.

POĎAKOVANIE

Tento príspevok vznikol v rámci projektu APVV-23-0331: Integrácia únie kapitálových trhov: zmena korporáčného financovania a záchrana obchodných spoločností vo finančných ťažkostiach.

ZOZNAM POUŽITEJ LITERATÚRY

Grambličková, B., Mazúr, J., Barkoci, S. Právo startupových spoločností: správa, financovanie a duševné vlastníctvo. Bratislava: C. H. Beck, 2023.

Vojtko, M., Jedinák, P., Pálka, R. a kol. Právo a prax kapitálových trhov. Praktická príručka. Bratislava: C. H. Beck, 2023.

Zákon č. 203/2011 Z. z. o kolektívnom investovaní

Zákon č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch a investičných službách

Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) 2017/1129 zo 14. júna 2017 o prospekte, ktorý sa má uverejniť pri verejnej ponuke cenných papierov alebo ich prijatí na obchodovanie na regulovanom trhu

Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) 2020/1503 zo 7. októbra 2020 o európskych poskytovateľoch služieb hromadného financovania

Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) 2023/1114 z 31. mája 2023 o trhoch s kryptoaktívami

Metodické usmernenie útvarov dohľadu nad finančným trhom Národnej banky Slovenska z 29. mája 2023 č. 5/2023 k neoprávnenému podnikaniu v oblasti kolektívneho investovania

Autor:

Mgr. Dušan Rostáš, PhD.

ORCID ID:0000-0003-1973-9203