

Univerzita Karlova v Praze
Právnická fakulta

Private equity fondy v návrhu zákona o investičních fondech
a konflikt zájmů v private equity

Studentská vědecká odborná činnost
Kategorie: magisterské studium

2013
Ročník 2012 - 2013

Adam Juřica

Úvod

Typem nyní velice významných investičních fondů jsou tzv. private equity fondy¹. Ačkoliv v posledních letech objem akvizic stále nedosáhl úrovně před rokem 2008, a tedy začátkem finanční krize, objem a také počet transakcí uskutečněných private equity fondy se postupně zvyšuje. Zároveň jsou však investičními fondy jen velice málo analyzovanými a vlastně také regulovanými. Ostatně kdo z veřejnosti by označil Penta Investments nebo PPF² a další subjekty za private equity fondy? Pravděpodobně nikdo, přestože je všichni znají. Jedná se tedy o oblast neprobádanou, neznámou a určenou výhradně profesionálům. O to jsou však private equity fondy zajímavější, a to i s ohledem na významné změny, které souvisí s nadcházející evropskou, ale také českou právní úpravou vzniku, existence a investování tohoto typu investičních fondů³.

Private equity fondy jsou uzavřené investiční fondy investující do majetkových účastí na obchodních společnostech. Většinou využívají právní formu *limited partnership* (u nás k ní má zřejmě nejbližší komanditní společnost), kde obhospodařovatel fondu je statutárním orgánem a zároveň omezeně nebo neomezeně společníkem ručícím. V českém prostředí je mimo komanditní společnosti využíváno také kapitálových obchodních společností. Obhospodařovatel má také investovány své vlastní prostředky, a to obvykle ve výši 2-5% (tzv. *carried interest*), přestože při velkých objemech jejich podíl může být vyšší. Účelem je samozřejmě svázat zájem obhospodařovatele se zájmem ostatních investorů. Z pohledu investorů se jedná o velice důležitý signál toho, že samotný obhospodařovatel věří ve své schopnosti, provedené investice a jeho zájem na co nejlepší výkonnosti private equity fondu je o to pevnější.

Původně byly výnosy z investice připadající na podíl obhospodařovatele jeho

¹ Dále o nich budu hovořit jako o private equity fondech, poněvadž jsem přesvědčen o tom, že se jedná o srozumitelnější a užívanější pojmenování, než český překlad „fondy soukromého kapitálu“.

² Zde si jsem vědom toho, že se jedná o veliké zjednodušení a ani u jednoho ze jmenovaných subjektů se nedá hovořit o tom, že by rozsah jejich podnikatelských činností spadal výhradně do oblasti private equity.

³ Pozornému čtenáři jistě neuniklo, že nynější úprava kolektivního investování nepovažuje private equity fondy za investiční fondy. Přestože tuto oblast osvětlím v práci níže, zde bych pouze rád upozornil na fakt, že tato práce již vychází z terminologie nové úpravy kolektivního investování účinné od 1. července 2013, která je popsána dále v této práci.

nejvýznamnějším příjmem, avšak dnes již tuto úlohu plní převážně úplata za obhospodařování (tzv. *management fee*). Peněžní prostředky, které má private equity fond k dispozici pro provádění investic, obvykle nebývají private equity fondu ihned po vzniku splaceny. Naopak jsou shromažďovány tzv. *capital calls* v průběhu existence fondu teprve v době, kdy jsou potřeba k provedení samotné investice. Úkolem private equity fondu totiž není a nemá být, aby spravoval tyto peněžní prostředky, neboť by je musel s ohledem na jejich případnou okamžitou potřebu držet ve velice likvidních instrumentech, jako jsou například běžné účty nebo termínované účty s krátkou výpovědní lhůtou. Ačkoliv by někdo mohl namítnout, že velice likvidní mohou být také cenné papíry a jiné investiční instrumenty obchodované na regulovaném trhu, je potřeba připomenout, že private equity fond neinvestuje do těchto instrumentů – ostatně není k tomu personálně, odborně a ani technicky vybaven. Nemluvě o tom, že by se jednalo o zcela neefektivní řešení pro investory, neboť pokud by tito chtěli krátkodobě zhodnotit své volné peněžní prostředky, jistě by tak učinili prostřednictvím poskytovatele vhodných investičních služeb, nikoliv prostřednictvím private equity fondu založeného za naprosto odlišným účelem.

Private equity fondy většinou bývají zakládány na období deseti let, po nichž dochází k exitu z dosavadních investic, a tedy také vyplacení investorů, ať již prostřednictvím přímého prodeje obchodních podílů nebo ve formě primárního úpisu akcií. Tento je pro daný fond nejen finančně výhodný, ale výrazně zvyšuje renomé obhospodařovatele daného private equity fondu, které je samozřejmě velice důležité jednak pro „*fundraising*“, ale úlohu hraje také v případě dluhového financování⁴. Nicméně jejich trvání může být na základě dohody prodlužováno, a to v zásadě tak dlouho, jak je potřeba. Může se totiž stát, že exit z investice by byl nevýhodný vzhledem k nepříznivému sentimentu na trhu, který tak způsobí nižší hodnotu investice. Avšak příliš dlouhé trvání private equity fondu škodí renomé obhospodařovatele, neboť svědčí o jeho neschopnosti zhodnotit počáteční investici nebo jejím špatném načasování.

Posléze dochází k výplatě investorů, a to v zásadě výhradně v penězích. Důvod je jednoduchý - sáhodlouhá jednání o tom, komu připadne ten který majetek by mohl ohrozit

⁴ Vzhledem ke známé poučce z oblasti korporátního financování, která říká, že „nejdražší kapitál je právě ten vlastní“, také private equity fondy užívají při svých akvizicích dluhové financování, a to velice často. Obhospodařovatel s výrazným renomé a úspěšnou historií může být v očích bankéřů viděn jako solventnější subjekt, jehož financování je méně rizikové, což způsobí toto financování levnější.

vhodnou dobu pro exit z provedených investic, nemluvě o vyhocených vztazích, nákladech vynaložených na auditory, právníky a konzultanty účastníci se procesu negociace atd. Nadto velká většina investorů private equity fondů jsou institucionální investoři, kteří nemají zájem a ani materiální neb personální předpoklady na to děle spravovat široké spektrum jednotlivých společností, ve kterých mají jakožto investoři účast. Investice do tohoto typu investičního fondu jsou označovány alternativní možnost investice, která je málo likvidní a riziková, avšak s potenciálně vyšším výnosem⁵.

I. Investoři private equity fondů

Je nutné si uvědomit, pro jakou kategorii investorů jsou private equity fondy určeny. A to právě s ohledem na to, že z této skutečnosti je nutné vycházet při navrhování právní regulace těchto investičních fondů, ale také při řešení konfliktu zájmů.

Směrnice č. 2004/39/ES o trzích finančních nástrojů (dále jen „**MiFID**“), rozděluje investory do tří skupin, a to na profesionální investory, retailové investory a tzv. způsobilou protistranu. Dnešní zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu (dále jen „**ZPKT**“), se od MiFID, který transponoval, neodlišuje a také rozlišuje investory na profesionální, retail a zmíněnou způsobilou protistranu. Zároveň stanoví poměrně komplikované vymezení, kdo přesně je profesionálním zákazníkem, kterým může být buď ex lege (např. banka, pojišťovna, investiční společnost, obchodník s cennými papíry atd.), nebo na žádost po splnění určitých podmínek (tzv. „test vhodnosti“ podle MiFID).

Pro tuto práci je však nejvýznamnější rozdělení obsaženo v zákoně č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování (dále jen „**ZKI**“), a to v souvislosti s tzv. speciálními fondy. V ustanovení § 49 se dočteme, že speciální fondy shromažďují prostředky od veřejnosti nebo kvalifikovaných investorů. Profesionální investoři podle ZPKT jsou dále kvalifikovanými investory dle ustanovení § 56 ZKI bez dalšího. Předmětné ustanovení však zakotvuje ještě jeden typ kvalifikovaného

⁵ Ferran, E., *Regulation of Private Equity – Backed Leverage Buyout Activity in Europe*, University of Cambridge, květen 2007, str. 15.

investora. A tím je právnická nebo fyzická osoba, která písemně prohlásí, že má zkušenosti s obchodováním s cennými papíry. Další kumulativní podmínkou je, že minimální výše investice takového investora musí být alespoň ve výši 1 000 000,- Kč. Tato konkrétní výše investice je nyní považována za příliš nízkou, již neodpovídající povaze kvalifikovaného investora, a bude navýšena.

Rozdělením na kvalifikované investory a veřejnost, tzv. retail, počítá také návrh zákona o investičních společnostech a investičních fondech (dále jen „ZISIF“)⁶. Opouští však praxi nepřilíživě vyhovující stávající definici a nově tak bude kvalifikovaným investorem každý, kdo investuje alespoň 125 000 EUR (tedy zhruba 3 125 000,-Kč) spolu s písemným prohlášením, že si je vědom povahy a rizik investice, nebo je kvalifikovaným investorem podle ZPKT. Na druhou stranu se jedná o poměrně výrazné zvýšení nynější minimální investice oproti dnešnímu 1 milionu korun českých, což bylo ze strany trhu přijato s rozpaky. Alespoň malým vstřícným krokem vůči potřebám trhu bylo umožnění, aby minimální výše investice mohla být rozložena do několika fondů kvalifikovaných investorů⁷. Pro stávající private equity fondy je důležité, že investoři, kteří uskutečnili investici podle nyní platné právní úpravy, nebudou nuceni dorovnávat výši své investice, jak stanoví přechodné ustanovení ZISIF. Otázkou však je, zda předmětné ustanovení nezpůsobí vyvíjení tlaku na potenciální investory ze strany obhospodařovatelů private equity fondů.

II. Zákon o investičních společnostech a investičních fondech

Návrh zákona o investičních společnostech a investičních fondech (dále jen „ZISIF“) se pojmenování tohoto typu fondů vyhnul a opsal je materiálně jako fondu kvalifikovaných investorů, který podle svého statutu investuje více než 90 % hodnoty majetku tohoto fondu do cenných papírů nebo zaknihovaných cenných papírů představujících podíl na obchodní společnosti nebo na jiné právnické osobě, účastí v obchodních společnostech nebo jiných právnických osobách nebo práv

⁶ Sněmovní tisk č. 896 na stránkách Poslanecké sněmovny: <http://www.psp.cz/sqw/historie.sqw?o=6&T=896>.

⁷ Srov. § 272 odst. 1 ZISIF.

duševního vlastnictví⁸. Zákodárce se přiklonil k této variantě proto, že nebylo možné použít v českém právním předpise anglický výraz „private equity“, na druhou stranu však zcela správně považoval termíny „fond soukromého kapitálu“ nebo „fond rizikového kapitálu“ za pojmy nevhodné. Co se týče ZISIF, je nutné hned na začátku uvést, že tento je výrazně přívětivý oblasti private equity, čemuž svědčí nejen výrazná participace nejvýznamnější private equity zájmové organizace CVCA⁹, která se podílela na přípravě ZISIF skrze připomínkování návrhu, ale také osobním vyjednáváním, nýbrž hlavně úprava zcela nové právní formy, která byla vymyšlena a navržena s ohledem na specifika a potřeby private equity fondu.

ZISIF přichází s komanditní společností na investiční listy. Za první krok ke vzniku komanditní společnosti na investiční listy, jež umožňuje vtělit podíl komanditisty do cenného papíru, se dá považovat zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech (dále jen „ZOK“), který zakotvuje možnost vtělit podíl ve společnosti s ručením omezeným do cenného papíru. To je také důvod, proč bude možné využít této právní formy až po účinnosti ZOK, ačkoliv účinnost samotného ZISIF je plánována o půl roku dřív.

ZISIF však obsahuje pouze ustanovení reflektující specifika private equity fondu, pro který je tato právní forma určena (přestože tedy může být využit také jinými investičními fondy). Navíc zdaleka ne všechny private equity fondy budou moci tuto formu využít, nýbrž pouze ty, které budou podléhat regulaci ZISIF. Považuji za důležité pro úplnost uvést, že ZISIF v souladu s AIFMD umožňuje, aby entita materiálně provádějící kolektivní investování, avšak shromažďující peněžní prostředky výhradně od kvalifikovaných investorů, která nepřekročila tam uvedenou hranici, nad kterou se musí jednat o regulovaný investiční fond, nespadala pod regulaci ZISIF. Jinak řečeno private equity fond může existovat buď v režimu ZISIF, a pak se bude jednat o investiční fond a bude moci využívat výhod, které upravuje ZISIF (mimo jiné také využít právní formy komanditní společnosti na investiční listy). Nebo bude podřízen s výjimkami pouze

⁸ Srov. § 84 nebo 281 ZISIF.

⁹ CVCA je zkratkou pro Czech Private Equity and Venture Capital Association, což je asociace, která zastupuje zájmy společností působících v oblasti private equity a venture kapitálu v České republice. Členové CVCA reprezentují hlavní zdroj private equity a venture kapitálu v České republice. Více viz <http://www.cvca.cz/cs/>.

korporátní úpravě, pak se nebude jednat o investiční fond¹⁰ a takový subjekt nebude moci existovat jako komanditní společnost na investiční listy. Předpokládaný účel a využití této právní formy se prolíná kompletní právní úpravou obsažené v ZISIF. Komanditní společnost na investiční listy nelze založit za účelem jiným, nežli právě investování. Po vzoru zahraničních právních úprav se tak zavádí právní formu obvyklá pro private equity.

Další charakteristikou úpravy komanditní společnosti na investiční listy je to, že ZISIF se snaží upravit jen významné odchylky s ohledem na specifiku fungování investičního fondu. Zároveň se počítá s tím, že komanditní společnost na investiční listy je určena výhradně pro kvalifikované investory¹¹, a proto se na samotných společnících ponechává k úpravě co možná nejvíc práv a povinností. Jedná se totiž o neveřejný investiční fond určený pro kvalifikované investory, který nemůže být nabízen veřejnosti. Jak je pro private equity fondy typické, počítá se s omezeným okruhem investorů, mezi které budou patřit banky, penzijní fondy, pojišťovny nebo bohaté fyzické osoby a další kvalifikovaní investoři. Účast na takovém fondu může být nabízena pouze v podobě tzv. *private placement*.

Co se týče vlastního kapitálu, je v ZISIF stanovena výjimka z obecné korporátní úpravy, neboť se nestanoví doba, do které musí být splacen vlastní kapitál, pakliže se jedná o private equity fond. Tato lhůta tak bude stanovena samotnými společníky ve společenské smlouvě a ZISIF na ni neklade žádné požadavky. Vlastní kapitál je možné označit za investované peněžní prostředky, tedy samotné investice. Tyto musí být peněžité, jak to vyplývá z povahy private equity fondu¹².

Pro vklad komplementáře komanditní společnosti na investiční listy, tedy obhospodařovatele private equity fondu, je také navržena speciální úprava. Komplementář obvykle vkládá do společnosti své vlastní peněžní prostředky, proto s tím ZISIF na rozdíl od obecné úpravy počítá a výslovně stanoví, že vklad komplementáře musí být splacen před zápisem komanditní

¹⁰ Srov. § 634 odst. 1 ZISIF.

¹¹ Srov. § 100 odst. 1 ZISIF.

¹² Srov. § 177 ZISIF.

společnosti na investiční listy do obchodního rejstříku¹³. Výše vkladu je dispozitivně stanovena ve výši 2% vlastního kapitálu, nicméně ve společenské smlouvě může být určeno jinak¹⁴. Obvykle je.

Převoditelnost investičního listu, který může být pouze cenným papírem na řad¹⁵, bude ze zákona neomezena stejným způsobem, jako převoditelnost podílu společníka společnosti s ručením omezeným, který byl vtělen do kmenového listu. Ani ve společenské smlouvě tak nebude možné převoditelnost investičního listu vyloučit či omezit. Pro převod nebo přechod investičního listu se použijí obdobně ustanovení ZOK, které se vztahují na převod nebo přechod kmenového listu. Ačkoliv ZISIF zakazuje obchodování tohoto cenného papíru na regulovaném či jiném veřejném trhu, neboť opak by byl v rozporu s jeho neveřejnou povahou, bude se jednat o investiční nástroj ve smyslu zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Je třeba mít na paměti, že regulovaný trh a ani trh veřejný (ve smyslu nějak „institucionalizovaný“) není totéž co kapitálový trh, tudíž vynětí investičních listů z obchodování na regulovaném nebo veřejném trhu neznamena, že se nebude jednat o investiční nástroj. Což samozřejmě má význam, např. pro daňové účely.

V případě komanditní společnosti na investiční listy nedochází v oblasti *corporate governance* k žádným významným odchylkám. Tyto se nechávají k případné úpravě ve společenské smlouvě na základě dohody mezi společníky (investory), ZISIF speciální úpravu neobsahuje. Private equity fondy většinou mají určitý poradní orgán, leč nakonec byla i tato záležitost ponechána výhradně společenské smlouvě a ZISIF jej nijak neupravuje. Obdobně nejsou odchylky v případě jednání za společnost nebo valné hromady.

Pro komanditní společnost na investiční listy se upravuje také zánik účasti komanditisty a komplementáře. Jelikož investiční list je neomezeně převoditelný, bylo nutné vyřešit pouze situaci, kdy účast komanditisty zanikne jinak, než převodem investičního listu. V takovém případě se na investiční list hledí jako na uvolněný podíl ve smyslu ZOK a použije se tam stanovená úprava¹⁶. A

¹³ Srov. § 178 odst. 2 ZISIF.

¹⁴ Srov. § 281 ZISIF.

¹⁵ Srov. § 172 odst. 1 ZISIF.

¹⁶ Srov. § 182 odst. 1 ZISIF.

komplementář může být vyloučen pouze z důvodů vymezených ve společenské smlouvě, leč ZISIF je nikterak nespecifikuje¹⁷. Je tak vyhověno tomu, aby si co největší možnou míru záležitostí, jakožto kvalifikovaní investoři, mohli společníci upravit podle svých představ.

V rámci přípravy ZISIF se také uvažovalo o časovém omezení existence komanditní společnosti na investiční listy na 10 let s ohledem na výše uvedené omezené trvání private equity fondu, nicméně nakonec bylo od této úpravy upuštěno a je ponecháno na společenské smlouvě, jak upraví dobu existence komanditní společnosti na investiční listy.

Evropská regulace

Aniž bych se věnoval blíže relevantní evropské regulaci, neboť mi to rozsah této práce neumožňuje, rád bych zde zmínil alespoň pár významných faktů. Již v roce 2005 zveřejnila Evropská komise tzv. *Green Paper*¹⁸, ve kterém se zabývala otázkou, zda si private equity fondy zaslouží speciální pozornost v souvislosti se stabilitou trhu (dnes bychom to pravděpodobně nazvali systémové riziko) a upozorňuje na to, že vlivu aktivit tohoto typu investičních fondů na ochranu investorů a stabilitu trhu nikdo nerozumí¹⁹.

Vývoj pokračoval až ke Směrnici Evropského parlamentu a Rady č. 2011/61/EU, o správcích alternativních investičních fondů a o změně směrnic 2003/41/ES a 2009/65/ES a nařízení (ES) č. 1060/2009 a (EU) č. 1095/2010 (dále jen „AIFMD“)²⁰. Podle této směrnice, která bude muset být v České republice transponována ZISIF, budou muset obhospodařovatelé alternativních investičních fondů (mezi které private equity fondy patří) podléhat regulaci, pokud překročí určitou hranici obhospodařovaných aktiv²¹.

¹⁷ Srov. § 181 odst. 1 ZISIF.

¹⁸ *Green Paper on Enhancement of the EU Framework for Investment Funds* vydaný v roce 2005, str. 9.

¹⁹ Tamtéž str. 14.

²⁰ Více k danému zde: http://ec.europa.eu/internal_market/investment/alternative_investments/index_en.htm

²¹ Srov. čl. 3 odst. 2 písm. a) a b) AIFMD.

V této souvislosti musím vzpomenout také práci Financial Services Authority²² z Velké Británie, ačkoliv zde se samozřejmě nedá hovořit o závazné regulaci. Tato v listopadu 2006 publikovala konzultační materiál s názvem „*Private Equity: A Discussion of Risk and Regulatory Engagement*“ (dále jen „FSA“).

III. Konflikt zájmů

Ani oblast private equity se samo sebou nevyhne mnoha obtížím spojených s konfliktem zájmů. V této části se zaměřím výhradně na konflikty zájmů, které jsou obzvláště typické pro private equity sektor a naopak se vůbec nebudu zabývat těmi obecnými, a ani těmi, které dle mého názoru patří spíše do oblasti korporátního práva (např. situace dvou konkurujících si společností, v nichž má podíl stejný private equity fond, které spadají do oblasti koncernové práva). Stejně tak se zaměřím výhradně na konflikt zájmů, který by mohl poškodit „přímé“ investory private equity fondu a nikoliv ty, kteří do dotčeného fondu investovali prostřednictvím podřízeného fondu²³ nebo skrze fond fondů²⁴. Dále budu vycházet z premisy, že analyzovaný trh je již dostatečně rozvinutý, a proto některé dávné problémy již nebudu uvažovat. Nebudu se ani zabývat konfliktem zájmů obecně s ohledem na občanské a obchodní právo.

Přestože na následujících stranách rozeberu více než 10 typů konfliktu zájmů, jistě lze přijít na některé další. Pokusím se také nastínit principy, na základě nichž by měli být konflikty zájmů řešeny, a to s ohledem na to, že se jedná o investiční fondy určené výhradně kvalifikovaným investorům.

²² Financial Services Authority (FSA) je orgánem dohledu nad finančním trhem, regulovanými trhy cenných papírů a kolektivním investováním ve Velké Británii.

²³ Podřízený fond je vymezen AIFMD v čl. 4 odst. 1 písm. m), což se odráží také v definici obsažené v ZISIF, a to konkrétně v § 246.

²⁴ Fondem fondů rozumíme takový investiční fond, který do svého portfolia nakupuje cenné papíry jiných investičních fondů (tedy do nich investuje), čímž dochází k ještě větší diverzifikaci. ZISIF již pojmenování fond fondů na rozdíl od ZKI nepoužívá, nicméně ČNB ve vyhlášce provádějící statut jej s největší pravděpodobností vymezí pro účely této vyhlášky. Nedá se však očekávat, že by se materiálně změnil pojem fond fondů, neboť to nebylo ani záměrem zákonodárce při přípravě ZISIF, ani to není v zájmu ČNB.

Fund Raising

V této fázi dochází k identifikaci a oslovení potenciálních investorů, kteří by do private equity fondu vnesli nutné finanční prostředky. Jelikož se bude jednat primárně o institucionální investory, jak zmíněno již výše, a nebude docházet k oslovování veřejnosti (*retailu*), private equity fond ustanoví agenta (*placement agent*), jehož úkolem bude oslovit a pro fond získat investory. Spatřuji zde dva možné konflikty zájmů, a to mezi agentem a potenciálními investory a mezi private equity fondem a potenciálními investory.

První z nich se týká toho, že agent může mít výrazný zájem na prosazení určitého fondu, např. pomocí úplaty vypočtené jako určité procento výše investic, úspěch agenta u nabízení daného fondu povede k možnosti nabízet další fondy stejného obhospodařovatele, společného akcionáře apod. O problém by se nejednalo, pokud by se tak nestávalo na úkor investorů. Osobně neshledávám za jakkoliv problematické, pokud agent ze dvou "shodných" a vhodných fondů prosadí u investora ten, který pro agenta znamená vyšší zisk. Avšak v situaci, kdy je investičních záměrů potenciálního investora bližší jiný fond, nežli ten, s nímž je spojen vyšší zisk pro agenta a který je pro potenciálního investora méně vhodný, již se jedná o konflikt zájmů. V této situaci agent může profitovat z poškození potenciálního investora.

Této situaci nelze nijak zabránit a nadále bude běžnou realitou. Jako jediné možné řešení vidím povinnost informovat o veškerých, byť jen možných, konfliktech zájmů spočívajících ve zvláštních výhodách či propojených osobách. Nedodržení této povinnosti by samo sebou zakládalo odpovědnost agenta za škodu investora, kterou utrpěl tím, že investoval do pro něj méně vhodného fondu. Tato škoda by se však dle mého názoru neměla určovat porovnáním výkonnosti dotčených fondů, neboť jejich výkonnost je spojena s obvyklým podnikatelským a investorským rizikem, ačkoliv to jistě bude jedna ze skutečností, ke kterým se bude přihlížet.

Dalším je konflikt zájmů vznikající v souvislosti s otázkou, kdo ponese náklady spojené s ustanovením agenta. Tedy zda je ponese samotný fond nebo investoři. V tomto případě je potřeba

opět zajistit informování potenciálních investorů o tom, kdo tyto náklady ponese, stejně jako o systému odměňování agenta, a to před uskutečněním investice. Tedy před tím, než se zavážou k účasti v private equity fondu. Tato otázka může být vyřešena v samotné smlouvě, na základě níž vznikne účast investorů v private equity fondu, přičemž řešení je mnoho. Náklady může nést obhospodařovatel private equity fondu, tento fond nebo to lze vyřešit jinak různými kombinacemi za pomoci předem určených hranic, pod které nebo nad které nese náklady obhospodařovatel či private equity fond.

V českých podmínkách bude smlouva mezi private equity fondem a agentem s největší pravděpodobností vycházet z mandátní nebo komisionářské smlouvy, pokud tedy budou uzavírány podle českého práva. Nicméně český právní řád konkrétně fund raising nijak nereguluje a je tak čistě na fondu a jeho agentovi, navíc podnikatelích, aby svůj vztah upravili podle svého uvážení.

Jako pravděpodobný zdroj konfliktu zájmů se jeví také samotná velikost private equity fondu z hlediska výše investice. Odměna obhospodařovatele takového fondu je povětšinou mimo jiné určité procento z obhospodařované částky, a to bez ohledu na její efektivní využití. Zájmem obhospodařovatele fondu je v takovém případě mít fond "co největší". Pro potenciální investory je však především důležité využití svěřených investic.

Jelikož obecně upřednostňuji regulaci soukromoprávní tam, kde je to vhodné, i případě tohoto konfliktu zájmů bych já osobně upřednostnil jeho regulaci na úrovni soukromého práva. Berouce v potaz sofistikovanost potenciálních investorů těchto investičních fondů, nechal bych je tento problém vyřešit v rámci smluvních ujednání. Mohou sjednat limit investic, který dotčený investiční fond nesmí přesáhnout, nad určitou jeho hranici snížit *management fee* nebo mnohem blíže provázat odměňování obhospodařovatele s výkonností private equity fondu.

Alokace investic

V této fázi se již dostává ke konfliktům zájmů spojeným s prováděním samotné investice. Předně se bude jednat o alokaci investic, tedy o umístění finančních prostředků.

Dochází k situacím, kdy jeden obhospodařovatel obhospodařuje vícero private equity fondů s prolínající se investiční strategií (většinou se bude jednat o investice zaměřené do určitého ekonomického odvětví). Nemám nyní na mysli konkurenci dvou společností, ve kterých má daný fond podíl, neboť tuto záležitost nechávám korporátnímu právu, jak jsem již psal výše. Jde o situaci, kdy obhospodařovatel vidí investiční příležitost, která je v souladu s investiční strategií se dvěma nebo více jím obhospodařovanými fondy. V takovém případě mnoho obhospodařovatelů private equity fondů postupuje tak, že dokud nemá dříve vzniklý investiční fond investovánu určitou míru svých zdrojů (zhruba se jedná o 75-90%), musí jej upřednostnit před investičním fondem později vzniklým.

Jsem toho názoru, že je důležité, aby obhospodařovatel

- a) měl pro tyto případy písemně vypracovány určité postupy, se kterými obeznamuje veškeré potenciální investory před samotným uskutečněním investice;
- b) bez prodlení po vzniku či podezření na vznik konfliktu zájmů informoval veškeré dotčené subjekty.

Dalším případem je situace, kdy private equity fond má stejného obhospodařovatele s např. *credit/debt*²⁵ fondem. Může tak docházet k situacím, kdy *credit* fond investoval do dluhových cenných papírů společnosti, ve které vlastní účastnické cenné papíry private equity fond stejného obhospodařovatele. Dokud je společnost zisková, věřitelé jsou vypláceni a hodnota podílu ve společnosti roste, neexistuje důvod k obavám. Avšak v době, kdy společnost má výrazné problémy, tak se zájmy společníka a věřitele mohou lišit. V takovém případě shledávám nutným, aby obhospodařovatel informoval veškeré dotčené subjekty o tom, že zájmy dvou jím obhospodařovaných fondů se mohou lišit. Toto však nebude stačit. Dále by měl od sebe účinně oddělit jednotky, sekce či zaměstnance mající na starost ten který investiční fond. Informační bariéra je v tomto případě velice důležitá. Čínské zdi, respektive jejich efektivita, jsou však poměrně problematické samy o sobě. Někteří také zpochybňují jejich schopnost zabránit úniku informací mezi jednotlivými odděleními finančních institucí, i kdyby byly implementovány

²⁵ Jedná se o investiční fondy, které investují primárně do tzv. fixed income instrumentů, typicky se jedná o dluhopisy apod.

sebelépe²⁶, ba dokonce u nás nebyvají ani řádně implementovány.

Další oblastí je tzv. *cherry picking*²⁷. Jedná se o situaci, kdy se obhospodařovatel nebo jeho pracovníci mohou podílet na jednotlivých investicích fondu za jiných podmínek, než ostatní investoři, tedy že se mohou podílet jen na určitých jimi vybraných investicích. Tato praxe již dnes není na vyspělých private equity trzích obvyklá, avšak stále se občas objevuje. Také v tomto případě bude nutné zajistit informování potenciálních investorů o tom, zda je toto možné, za jakých podmínek a s jakými následky.

Obhospodařování investice

S problémem se setkáváme v situaci, kdy jeden obhospodařovatel obhospodařuje vícero investičních fondů, z nichž některé jsou výnosné, jiné však nikoliv. V tuto situaci může být pro obhospodařovatele ekonomicky efektivní, aby své zdroje, ať již lidské nebo jiné, přesunul od neprosperujících investičních fondů k ostatním fondům²⁸. Bude se tak soustředit výhradně na obhospodařování těch investičních fondů, z nichž může posléze maximalizovat svůj vlastní zisk. Což konstituuje problém a ztrátu pro investory opouštěných investičních fondů, už jen proto, že případný obrat k lepšímu se stává ještě méně pravděpodobným.

Tento problém lze dle mého účinně řešit dvěma způsoby. Jednak se může jednat o tzv. *key-person clause*, která zabezpečuje, že určité osoby se budou aktivně účastnit obhospodařování investičního fondu po celou dobu jeho existence s případnými následky. Dalším nástrojem bude možnost vyloučit obhospodařovatele při porušení jeho povinností. Toto může být spojeno s peněžní sankcí, nicméně sankcí hlavní bude repurace daného obhospodařovatele. Private equity trh není natolik velký, aby se taková mimořádnost nestala veřejně známou a existence takového obhospodařovatele bude velice ohrožena. Mimochodem ZISIF s těmito nástroji počítá a upravuje

²⁶ Více k problematice například ve studii Seyhun, *Conflicts of Interests in Securities Firms and Chinese Walls*, publikované v prosinci 2002, která poskytuje empirický pohled na neefektivitu čínských zdí ve Spojených Státech Amerických, nebo Lehar, A., a Randl, O., *Chinese Walls in German Banks*, z června 2003, která je obdobou předešlé práce, leč situovaná ve Spolkové Republice Německo.

²⁷ Více viz FSA str. 72-73.

²⁸ FSA str. 73.

je, zároveň však ponechává výrazné možnosti vlastní úpravy na samotných investorech.

Situace ne nepodobná situacím známých z dob privatizace v České republice může nastat v případě, že obhospodařovatel private equity fondu obdrží úplatu za různé služby od společnosti, do níž investoval. Může se jednat o různá plnění za konzultace, poradenství či jiné služby. Tímto vyváděním peněžních prostředků ze společnosti se může na úkor investorů obohacovat.

Jako možný způsob, jak tuto situaci řešit, vidím ujednání mezi obhospodařovatelem investičního fondu a jeho investory, ve kterých budou tato plnění upravena - počínaje jejich maximální možnou výší, přes průběžné informování a nezávislou kontrolu týkající se samotné výše úplaty a potřeby dané služby.

Další problematickou situací může být případné prodlení investora splnit vkladovou povinnost vyžadovanou obhospodařovatelem na základě *capital call*. Pakliže by řešení této situace zůstalo na obhospodařovateli, mohlo by se stát, že v zájmu zachování dobrých obchodních vztahů s jinak důležitým společníkem, který je v prodlení. Jsem toho názoru, že v takovém případě musí mít investoři možnost takového investora vyloučit s tím, že jeho podíl případně poměrně či jinak podle ujednání na stávající investory. Na tuto možnost by mělo být pamatováno v základajících dokumentech investičního fondu.

Exit z investice

Jak bylo řečeno na začátku tohoto dílu, private equity fondy bývají zakládány povětšinou na dobu 10 let s možností o prodloužení této doby. Účelem je zabránit tomu, aby byl exit z investic prováděn pod časovým tlakem za nižší cenu způsobenou třeba medvědími trhem. Přestože za možností prodloužení spočívají racionální argumenty, obhospodařovatel může mít i jiný zájem na prodloužení životnosti daného investičního fondu. Vzhledem k tomu, že hlavním příjmem obhospodařovatele je jeho úplata za obhospodařování, má jistě zájem na tom, aby mu tato byla vyplácena co nejdéle. Exit z investic tak může být z jeho strany také záměrně oddalován s cílem zamezit ztrátě úplaty za obhospodařování.

Stejně jako v ostatních případech, i zde jsem je dle mého správná cesta skrze ujednání mezi obhospodařovatelem a investory. Tito tak mohou ve společenské smlouvě sjednat podmínky, za nichž může být existence investičního fondu prodloužena. Další možností je sjednání úplaty za obhospodařování pouze na dobu oněch 10 let s tím, že každé prodloužení existence private equity fondu bude znamenat nové vyjednávání ohledně odměny pro obhospodařovatele. Takto bude na samotných investorech, zda upřednostní případný nižší výnos, nebo nemožnost zpeněžení investice a další náklady na její obhospodařování.

Dalším z vybraných konfliktů zájmů je výběr subjektu, kterému je podíl ve společnostech, jež drží private equity fond, prodán.

Konflikt zájmů však může nastat také mezi private equity fondem a společností, do které investoval, a to například proto, že ji prodá v nevhodnou dobu. Například prodej společnosti, která samotná potřebuje investovat, subjektu, který proklamuje, že nyní na potřebné investice nemá a nebude mít prostředky, zcela jistě není v zájmu předmětné společnosti²⁹.

IV. Doporučení

Na závěr této části bych rád shrnul principy a postupy, kterých by se private equity fondy měly držet.

- 1) Vypracované guidelines - private equity fond by měl mít vypracovány, a to nejlépe písemně, postupy pro identifikaci, monitoring a zvládání možných i nastalých konfliktů zájmů. Tyto by měly být k dispozici investorům a měly by být průběžně aktualizovány s ohledem na poslední vývoj a poznatky. Ostatně o tom pojednává také MiFID a lze tak říci, že toto je obecné pravidlo platící pro všechny druhy investičních fondů.

²⁹ Cooke, D. J., Dow, J., *Private equity: Law and Practice* v Gompers, P., Lerner, J., *The Venture Capital Cycle* (MIT Press, 2002), str. 19-20.

- 2) **Transparence** - co možná nejvíc informovat své investory o veškerých možných i nastalých konfliktech zájmů, a to pokud možno co nejdetailněji, bez zbytečného odkladu a nezavádějícím způsobem.
- 3) **Kvalifikovaní investoři** - investoři private equity fondů jsou většinou institucionální investoři investující vysoké části a disponující právním poradenstvím (nebo alespoň prostředky k jeho zajištění), proto by to měli být také oni, kdo bude aktivně jednat při sjednávání veškerých práv a povinností souvisejících s jejich investicí a pamatovat na své zájmy.
- 4) **Soukromoprávní úprava** - i vzhledem k povaze a kvalifikovanosti investorů jsem přesvědčen o tom, že veřejnoprávní regulace v tomto sektoru může mnohem více uškodit, nežli pomoci, a z čistě ekonomického hlediska je tak nevhodná.
- 5) **Zájmové organizace** - jsem toho názoru, že výraznou pomocí při profesionalizaci odvětví mohou být nadnárodní organizace, jakými jsou např. IOSCO či ESMA, nebo na národní úrovni také zájmové organizace sdružující private equity fondy, u nás např. CVCA. Mám na mysli hlavně vypracovávání rozličných guidelines, best practises, codes of conduct apod.

Závěr

V této práci jsem se zabýval významnou změnou regulace private equity fondů, která nabyde účinnosti spolu se ZISIF a AIFMD. Osobně tuto úpravu velice vítám, neboť jsem přesvědčen o tom, že komanditní společnost na investiční listy bude profesionály private equity vřele vítána, a také to bude jedna z velkých konkurenčních výhod českého sektoru private equity. Je nutné si uvědomit, že po vývoji posledních let ani tento typ investičních fondů neunikne regulaci, a to alespoň v určité míře a pro private equity fondy určité velikosti. Ostatně je důležité si uvědomit, že tyto rizikové investice provádějí výhradně kvalifikovaní investoři, kteří nepotřebují poskytovat tolik ochrany prostřednictvím veřejnoprávních norem.

Z kategorie investorů také vycházím při doporučeních, jak se vypořádat s konflikty zájmů vznikajících během vzniku, existence a zániku private equity fondu. Jsem toho názoru, že tito investoři potřebují primárně smluvní svobodu, aby mohli upravit své závazkové vztahy podle svých specifických potřeb a cílů. Příliš striktní kogentní úprava by zde zcela určitě byla nejen nechtěná, ba dokonce škodlivá.