

**Nové nařízení EU o evropských  
fondech rizikového kapitálu  
nabídne správcům alternativních  
investičních fondů, které  
nevyužívají pákového efektu  
a nespravují majetek přesahující  
500 mil. eur, status „EuVECA“  
a tím i výhodnější právní režim.  
Za jakých podmínek?**

# Nařízení EuVECA – příležitost pro správce „podlimitních“ fondů?

V červenci tohoto roku dojde ke skutečné legislativní smršti v oblasti regulace kolektivního investování. Okamžikem zveřejnění ve sbírce zákonů, které se předpokládá na přelomu července a srpna má nabýt účinnosti většina ustanovení nového zákona o investičních společnostech a investičních fondech („ZISIF“), který byl schválen Poslaneckou sněmovnou a předložen Senátu. Dne 22. července uplyne transpoziční lhůta směrnice č. 2011/61/EU, o správcích alternativních investičních fondů (dále také jen „AIFMD“), a v tentýž den nabude účinnosti nové nařízení Evropského parlamentu a Rady č. 345/2013/EU, ze dne 17. dubna 2013, o evropských fondech rizikového kapitálu („Nařízení“). S účinností od 22. července 2013 tak vznikne zcela nový regulační rámec pro evropské fondy rizikového kapitálu.

Nařízení navazuje na směrnici AIFMD a jeho hlavním účelem je nabídnout evropským správcům alternativních investičních fondů, které nevyužívají pákového efektu a nespravují majetek přesahující

500 mil. eur, status evropského fondu rizikového kapitálu „EuVECA“ a tím i evropský pas za podstatně jednodušších podmínek než v režimu směrnice AIFMD. V rámci evropského pasu budou moci správci volně nabízet EuVECA fondy kvalifikovaným investorům na území členských států a získávat tak od investorů kapitál bez omezení plynoucích z regulace jednotlivých členských států.

Praktické využití výhodnějšího právního režimu je však silně limitováno požadavky na investiční strategii kvalifikovaných fondů rizikového kapitálu, zejména aby 70 % jejich kapitálu směřovalo do malých a středních podniků (dále také jen „SME“). Režim upravený Nařízením je ale čistě dobrovolný (opt-in), sami správci tak budou moci zvážit jeho výhody a nevýhody a svobodně se rozhodnout, zda se podřídí Nařízením či nikoli.

## **Úsilí EU podpořit odvětví rizikového kapitálu**

Evropská unie v rámci své strategie [srov. např. Evropa 2020: Strategie

pro inteligentní a udržitelný růst podporující začlenění (Europe 2020 strategy for delivering smart, sustainable and inclusive growth) a Akční plán ke zlepšení přístupu malých a středních podniků k financování (An action plan to improve access to finance for SMEs)] usiluje o zlepšení přístupu malých a středních podniků k alternativnímu financování, a to v souvislosti s obtížnou dostupností standardního úvěrového financování pro SME, zejména v důsledku finanční krize a zpřísnění obezřetnostních pravidel pro úvěrové instituce (Basel III, CRDIV). Růst, rozvoj a inovace SME by měl být proto podpořen i prostřednictvím fondů rizikového kapitálu, které se zaměřují právě na začínající a rychle rostoucí podniky.

Jak však uvádí důvodová zpráva k Nařízením, v současné Evropě hraje rizikový kapitál nepříliš významnou roli v rámci financování SME. Podíl rizikového kapitálu na finančních zdrojích SME tvoří 2% (80% tvoří prostředky z bankovních úvěrů), což je srovnáváno s výrazně vyšším zastoupením rizikového kapitálu

ve Spojených státech, kde jeho podíl dosahuje 14%. Ačkoliv sjednocení pravidel regulace fondů EuVECA bude nepochybně přínosem, je zřejmé, že pouhá změna právního rámce sotva může sama zásadněji přiblížit význam rizikového kapitálu v EU situaci v USA. Na odlišnost trhu rizikového kapitálu mají nepochybně vliv i jiné faktory než právní bariéry. Nicméně, i přes tyto pochyby vnímáme přínos Nařízení pozitivně.

### Výhody režimu EuVECA

Pro správce a jimi obhospodařované fondy rizikového kapitálu by mělo Nařízení přinést zejména tyto výhody:

- ◆ Přeshraniční nabízení fondů – Správce bude oprávněn nabízet EuVECA fondy a získávat pro ně kapitál na území celé Evropské unie. Nařízení členským státům zakazuje jakkoli omezovat správce při nabízení, ať již administrativními procedurami nebo požadavky na předchozí souhlas regulátora.
- ◆ „Značka kvality“ – Nařízení zavádí pro evropské fondy rizikového kapitálu jednotné požadavky. Označení „EuVECA“ tak bude investorům sdělovat, že nabízený fond splňuje určitá kvalitativní kritéria a podléhá stanovené míře regulace. S tím má souviset i posílení důvěry investorů, stejně jako tomu bylo v případě standardních UCITS fondů. Nařízení dokonce v preambuli uvádí, že nová úprava by měla motivovat Evropský investiční fond (European Investment Fund, EIF) k investicím do evropských fondů rizikového kapitálu EuVECA.
- ◆ Jedna registrace – Registrace v souladu s Nařízením bude platit pro celé území Evropské unie. Pro nabízení EuVECA fondů v hostitelských členských státech nebude nutné získat jakékoli další povolení nebo souhlasy. Registrovaný správce bude oprávněn bez nutnosti dalšího správního řízení rozšířit označení EuVECA i na nově vytvořené fondy, za podmínky, že budou splňovat požadavky Nařízení.
- ◆ Mírnější regulace než v režimu AIFMD – V porovnání s mírou regulace, které by správci fondů museli podléhat v případě, že by chtěli získat evropský pas v režimu AIFMD, vychází Nařízení podstatně příznivěji. Nařízení formuluje regulační požadavky na správce fondů

EuVECA relativně volně a ponechává tak správcům prostor pro jejich konkrétní naplnění. Nařízení tak např. správcům nestanoví konkrétní kapitálové požadavky, správci mají pouze obecnou povinnost zajistit adekvátní výši vlastního kapitálu („sufficient own funds“) obhospodařovaných fondů a odůvodnit přiměřenost výše vlastního kapitálu. S ohledem na ustanovení čl. 14 odst. 2 a čl. 26 odst. 1 písm. i) Nařízení se domníváme, že alespoň zatím není správce EuVECA fondů povinen uzavřít smlouvu s depozitářem (na rozdíl od správce UCITS fondů nebo správce v režimu AIFMD).

### Správce fondů EuVECA

Správcem se rozumí jak externí správce (v českých podmínkách investiční společnost), tak samosprávný investiční fond. V souladu s tím bude i samosprávný fond podléhat registraci za podmínek Nařízení (speciální řízení podle ZISIF popíšeme níže). Nařízení nebrání tomu, aby externí správce obhospodařoval i jiné než EuVECA fondy, včetně standardních (UCITS) fondů, pokud k tomu získá oprávnění v souladu se směrnicí UCITS IV (2009/65/EC). Samosprávné fondy EuVECA takové oprávnění nemají.

Jak bylo uvedeno výše, Nařízení se vztahuje jen na tzv. podlimitního správce, tj. správce, který

- ◆ (i) obhospodařuje majetek, jehož celková hodnota nepřevyšuje 500 mil. eur (při výpočtu hodnoty obhospodařovaného majetku se postupuje podle ustanovení čl. 3 odst. 2 písm. b) AIFMD,
  - ◆ (ii) podléhá registraci podle čl. 3 odst. 3 AIFMD, a
  - ◆ (iii) obhospodařuje investiční fondy, které nevyužívají při investování pákového efektu, a které investují alespoň 70% svého kapitálu v segmentu SME. V případě překročení rozhodného limitu 500 mil. eur bude správce podléhat režimu upraveného AIFMD. Správce však může i nadále, za podmínky dodržování vybraných ustanovení Nařízení, používat pro své fondy označení „EuVECA“.
- Nařízení dále stanoví obecné zásady, kterými se správci EuVECA fondů musí při své činnosti řídit. Jejich splnění by nemělo v praxi správcům činit zásadnější obtíže. Správci jsou především povinni jednat čestně, spravedlivě a kvalifikovaně, s náležitou péčí a svědomi-



**Ačkoliv sjednocení pravidel regulace fondů EuVECA bude nepochybně přínosem, je zřejmé, že pouhá změna právního rámce sotva může sama zásadněji přiblížit význam rizikového kapitálu v EU situaci v USA.**

toší, zavést náležité postupy pro prevenci nekalých praktik poškozujících investory anebo SME a jednat v zájmu jimi spravovaných EuVECA fondů, investorů a integrity trhu. Vysokou péčí by měli věnovat výběru a průběžnému sledování investic a mít přiměřené znalosti o SME v portfoliu. Další požadavky se vztahují na jednání s investory, se kterými by mělo být zacházeno spravedlivě, žádný investor by neměl být na úkor jiných zvýhodňován, není-li to umožněno statutem (fund rules) nebo zakládacími dokumenty příslušného fondu.

Další obecně formulované požadavky se vztahují na stanovení srozumitelných a transparentních pravidel oceňování, identifikaci a řízení střetů zájmů a s tím související efektivní řídicí a kontrolní systém. Správce by měl mít vždy dostatečné vlastní prostředky a lidské a technické zdroje, které mu umožní obhospodařovat fondy EuVECA.

### Podmínky registrace kvalifikovaných fondů rizikového kapitálu

Nařízení vymezuje rozsah informací, které musí být předloženy regulátorovi domovského státu, aby správce mohl být registrován v souladu s Nařízením. Jedná se o informace o

- ◆ osobách, které skutečně vykonávají správu kvalifikovaných fondů rizikového kapitálu,
- ◆ jednotlivých kvalifikovaných fondech rizikového kapitálu a jejich investičních strategiích,
- ◆ opatřeních, která mají zajistit soulad s podmínkami používání

## Kvalifikované fondy rizikového kapitálu:

Definice kvalifikovaných fondů rizikového kapitálu vymezuje, které fondy budou oprávněny získat status EuVECA:

- ◆ Kvalifikovaný fond rizikového kapitálu je alternativní investiční fond (non-UCITS) usazený v Evropské unii, který má v úmyslu investovat alespoň 70% celkových kapitálových vkladů a nesplaceného upsaného kapitálu („uncalled committed capital“; počítáno po odečtení nákladů a hotovosti) do tzv. „kvalifikovaných investic“ v segmentu SME (viz text), přičemž na jiné než kvalifikované investice nesmí za žádných podmínek vynaložit více než 30% svého kapitálu.

▶ označení EuVECA stanovenými Nařízením (kapitolou II),

◆ seznam členských států, ve kterých správce hodlá jednotlivé kvalifikované fondy rizikového kapitálu nabízet, a seznam států, ve kterých správce tyto fondy založil, eventuálně má v úmyslu založit. Nicméně v souladu s čl. 14 odst. 3 vzniká oprávnění nabízet fondy automaticky na celém území EU bez ohledu na předložené seznamy. Zůstává však povinnost informovat orgán dohledu o případném rozšíření.

Registraci bude na žádost provádět orgán dohledu domovského státu, tedy státu, kde byl správce (případně samosprávný fond) usazen a podléhá registraci podle čl. 3 odst. 3 písm. a) AIFMD. V řízení bude orgán posuzovat, zda

◆ výše uvedené informace jsou kompletní,  
◆ osoby, které skutečně vykonávají správu kvalifikovaných fondů rizikového kapitálu, mají dostatečně dobrou pověst a dostatečné zkušenosti a odpovídající odbornou kvalifikaci,  
◆ kvalifikované fondy rizikového kapitálu splňují stanovené požadavky,  
◆ navrhovaná opatření, která mají zajistit soulad s podmínkami používání označení EuVECA stanovenými Nařízením (kapitolou II), jsou vhodná.

O registraci, jakož i o rozšíření výše uvedených seznamů bude příslušný orgán informovat státy, kde mají být kvalifikované fondy rizikového kapitálu nabízeny a Evropský orgán pro cenné papíry a trhy (European Securities and Markets Authority, ESMA). ESMA povede centrální databázi všech kvalifikovaných fondů rizikového kapitálu a jejich správců.

### Kvalifikované investice

Kvalifikované investice musí zásadně směřovat do malých a středních podniků (jejich vymezení viz info-box), a spočívají v:

◆ investicích do vlastního kapitálu („equity“) nebo kvazi-vlastního kapitálu („quasi-equity“) SME, případně mateřské společnosti SME. Vlastním kapitálem se rozumí podíl v podniku, ať již ve formě akcií nebo (obchodního) podílu (podílu v korporaci). Kvazi-vlastní kapitál je termín zavedený Nařízením a má představovat nezajištěné (či ne



**Správce může přenechat výkon některých činností třetím osobám, jeho odpovědnost vůči fondu a investorům tím však nebude dotčena. Nikdy by však neměl delegovat funkce v takovém rozsahu, že on sám zůstane jen „poštovní schránkou“.**

zcela zajištěné) nástroje financování SME, které kombinují kapitálové a dluhové investiční nástroje a jejichž výnos je vázaný na zisk a ztrátu SME [jako příklad jsou mimo jiné v preambuli Nařízení uváděny podřízené úvěry/půjčky, tiché společenství, vyměnitelné dluhopisy, „opční“ dluhopisy (tj. dluhopisy obsahující warranty) apod.];

◆ zajištěné nebo nezajištěné půjčky/úvěry poskytnuté SME, ve kterém kvalifikovaný fond rizikového kapitálu drží investici, s tím, že takové půjčky/úvěry nesmí představovat více než 30 % celkových kapitálových vkladů a nesplaceného upsaného kapitálu fondu;

◆ akcie SME získané od stávajícího akcionáře SME; nebo

◆ podíl nebo akcie v jiných kvalifikovaných fondech rizikového kapitálu za podmínky, že takové podkladové fondy neinvestovaly více než 10 % do dalších kvalifikovaných fondů rizikového kapitálu fondů.

Nařízením v preambuli zdůrazňuje, že jádrem investiční činnosti fondu EuVECA by měly být primární kapitálové investice do SME, fond by se neměl stát poskytovatelem úvěrů mimo standardní bankovní systém, ani přebírat akviziční strategii využívající pákový efekt úvěru (leveraged buyout, LBO) typickou pro fondy private equity.

Kvalifikované investice poněkud překvapivě nemusí směřovat pouze do evropských SME, ale i do SME v jurisdikcích mimo EU. To ovšem pouze za podmínky, že taková jurisdikce má s příslušnými členskými státy podepsanou smlouvu za účelem výměny informací v daňových záležitostech a nejedná se o spolupracující zemi z pohledu regulace proti praní špinavých peněz a financování terorismu.

### Práva a povinnosti správců



#### Pákový efekt

Nařízením výslovně zakazuje správcům, aby vystavovali kvalifikované fondy rizikového kapitálu expozici převyšující upsaný kapitál fondu, ať již prostřednictvím úvěrů, dluhopisů, derivátů anebo jinými způsoby.

Výjimka z tohoto zákazu se uplatní pouze v případě, že přijaté půjčky, vydané dluhové cenné papíry a poskytnuté záruky budou zcela kryty nesplacným upsaným kapitálem fondu. Tento požadavek se uplatní i v případě, kdyby správce v režimu Nařízení přesáhl rozhodný limit a získal příslušné povolení.



### Způsobilí investoři

Investovat do kvalifikovaných fondů rizikového kapitálu budou moci pouze profesionální investoři ve smyslu MiFIDu (včetně profesionálních investorů na vlastní žádost), management a zaměstnanci správce. Ostatní investoři pouze za podmínky, že se zavazují investovat do fondu EuVECA minimálně 100 000 eur a písemně potvrdí, že si jsou vědomi rizik spojených s takovou investicí (naproti tomu v případě kvalifikovaného investora podle ZISIF musí činit minimální investice alespoň 125 000 eur – srov. ustanovení § 272 odst. 1 písm. i) ZISIF).



### Outsourcing

Správce může přenechat výkon některých činností třetím osobám, jeho odpovědnost vůči fondu a investorům tím však nebude dotčena. Nikdy by však neměl delegovat funkce v takovém rozsahu, že on sám zůstane jen „poštovní schránkou“ (letter box company).



### Informování investorů

Správci mají povinnost poskytnout investorům před učiněním investice jasné a srozumitelné informace: mimo jiné o své identitě, o výši vlastních prostředků, investiční strategii kvalifikovaných fondů rizikového kapitálu (včetně vymezení cílových SME) a způsob její změny, rizikovém profilu fondu, způsobu

oceňování, odměňování správce, jakož i o popisu způsobu, jakým bude po obchodní stránce podporovat SME.

5

### Výroční zpráva a audit

Správci mají i průběžné informační povinnosti. Musí zpracovat výroční zprávu každého jimi obhospodařovaného kvalifikovaného fondu rizikového kapitálu, jejíž součástí bude účetní závěrka ověřená auditorem. Výroční zprávu musí zpřístupnit (v praxi tedy zřejmě předložit) orgánu dohledu (u nás tedy ČNB) do šesti měsíců po skončení příslušného účetního období a rovněž ji musí na požádání poskytnout investorům.

Správci alternativních fondů, kteří mají zájem o EuVECA režim, by měli vzít rovněž v úvahu, že kvalifikované fondy rizikového kapitálu by měly každoročně podléhat auditu za účelem ověření, zda peněžní prostředky a ostatní majetek jsou drženy jménem fondu a zda správce zavedl a udržuje náležité postupy a uchovává příslušné záznamy v souvislosti s využitím svého oprávnění nakládat s majetkem kvalifikovaného fondu rizikového kapitálu a jeho investorů.

6

### Dohled

Nad správci by měl dohled primárně vykonávat orgán dohledu jejich domovského státu, přičemž orgány domovského a hostitelského státu společně s ESMA by měly vzájemně spolupracovat. Rozdělení kompetencí mezi orgány domovského a hostitelského státu je standardní, příslušná opatření by měl v první řadě ukládat orgán domovského státu, teprve pokud porušování na území hostitelského státu přetrvává nebo je orgán domovského státu pasivní, může převzít iniciativu regulátor hostitelského státu.

### Nařízení a ZISIF

Návrh ZISIF již úspěšně předvídal přijetí Nařízení. Ve svém textu upra-

## Definice SME:

Nařízení vymezuje malý a střední podnik jako podnik, jehož účastnické cenné papíry nejsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu ani v mnohostranném obchodním systému (ve smyslu MiFID). SME musí zaměstnávat méně než 250 zaměstnanců a zároveň jeho roční obrat nesmí překročit 50 mil. eur (eventuálně jeho roční rozvaha 43 mil. eur). Obě tato kritéria musí být splněna kumulativně.

Výše uvedené požadavky jsou posuzovány k době učinění investice fondem EuVECA, pokud se SME bude po investici ze strany fondu EuVECA dále rozvíjet a překročí některá z uvedených kritérií, nebude fond EuVECA povinen se takové investice zbavit. Rovněž není vyloučena možnost pozdějšího exitu z investice i např. prostřednictvím IPO původně malého či středního podniku.

SME nesmí sám být alternativním investičním fondem, ani jednou z finančních institucí taxativně vypočtených Nařízením (úvěrová instituce, obchodník s cennými papíry, pojišťovna, finanční holdingová společnost atd.).

vuje, jakým způsobem bude probíhat „registrace“ správce kvalifikovaného fondu rizikového kapitálu. V případě externího správce fondu EuVECA bude nezbytné získat povolení pro činnost investiční společnosti podle § 479 odst. 2 ZISIF, u samosprávného fondu povolení pro činnost samosprávného investičního fondu podle § 480 odst. 3 ZISIF, povolení se však udělí za splnění podmínek Nařízení, ne ZISIFu.

Pokud by podlimitní správce nesplňoval podmínky Nařízení, může

- ♦ fungovat „mimo“ ZISIF na zák. § 15, který je mimochodem podle důvodové zprávy implementací čl. 3 odst. 3 AIFMD (v tomto případě se nejedná o „investiční společnost“, neobhospodařuje „investiční fondy“ a přichází i o veškeré výhody ZISIF jako např. mnohost právních forem atd.),

- ♦ využít národního režimu (obdobné podmínky jako Nařízení kromě omezené investiční strategie, ale bez výhody evropského pasu),
- ♦ optovat do plného režimu AIFMD prostřednictvím povolení překročit rozhodný limit. Tak sice získá evropský pas, ale za cenu většího množství regulatorních požadavků, kterým bude muset vyhovět.

Ustanovení § 96 ZISIF stanoví, že evropské fondy rizikového kapitálu EuVECA jsou podle ZISIF považovány za fondy kvalifikovaných investorů. Před aplikací ustanovení ZISIF týkajících se fondů kvalifikovaných investorů je ale třeba mít vždy na paměti, že nařízení EuVECA představuje přímo použitelnou úpravu vyšší právní síly, což (poměrně nadbytečně) uvádí

i ustanovení § 204 ZISIF. Výslovně to tuzemský zákonodárce ještě několikrát opakuje např. u ustanovení § 273 ZISIF ohledně vymezení kvalifikovaných investorů, ačkoli je zjevné, že kvalifikovaní investoři jsou definováni přímo Nařízením.

Již tak jasně však ze zákona nevyplývá, že ačkoli budou kvalifikované fondy rizikového kapitálu považovány podle ZISIF za fondy kvalifikovaných investorů, nebudou moci přenést odpovědnost na administrátora. Takové jednání by bylo v rozporu s čl. 8 Nařízení, které umožňuje pouze delegaci činnosti (outsourcing) nikoli přenos odpovědnosti. I např. ustanovení § 604 ZISIFu bude dle našeho názoru třeba vykládat tak, že se vztahuje pouze na fondy obhospodařované v rámci národního režimu.

ZISIF dále v § 273 odst. 2 zavádí opatření pro případ porušení Nařízení, když upravuje zrušení kvalifikovaného fondu rizikového kapitálu soudem na návrh ČNB, nesplňuje-li podmínky týkající se kvalifikovaných investorů. Soulad tohoto ustanovení s Nařízením však považujeme v případě externího správce za přinejmenším diskutabilní, protože přiměřená opatření podle čl. 21 odst. 2 b) Nařízení by měla zakázat správci používání označení „EuVECA“ a vymazat ho z registru (resp. podle podmínek ZISIF odebrat mu povolení k činnosti investiční společnosti), nikoli zrušit kvalifikovaný fond rizikového kapitálu. ♦



**Již tak jasně však ze zákona nevyplývá, že ačkoli budou kvalifikované fondy rizikového kapitálu považovány podle ZISIF za fondy kvalifikovaných investorů, nebudou moci přenést odpovědnost na administrátora.**