

# RECENZE A ANOTACE

## **GULLIFER, Louise a Jennifer PAYNE. Corporate Finance Law: Principles and Policy**

2. vyd. Oxford: Hart Publishing Ltd., Spojené království Velké Británie a Severního Irsku, 2015, 936 s. ISBN 9781849466004.

Kamil Kovaříček\*

Recenzovaná monografie je druhým aktualizovaným vydáním stejnojmenného titulu z roku 2011, který nabízel relativně obsáhlý vhled do světa financování obchodních společností na britských ostrovech. Druhé vydání slibuje oproti svému předchůdci zohlednění množství nových právních norem, které byly přijaty jako různé ochranné mechanismy v reakci na proběhlou ekonomickou krizi.

Zkušenosti britského práva s praxí financování obchodních společností v knize popisují autorky Louise Gullifer a Jennifer Payne. Louise Gullifer je profesorkou vyučující od roku 1991 předměty z oblasti obchodního práva na Oxfordské univerzitě. Profesorka Gullifer se v profesním životě věnuje především oblasti korporátního financování, zejména pak utvrzení a zajištění závazků ve vztahu k bankovnímu financování. I druhá autorka této publikace, Jennifer Payne, je profesorkou, a to přímo v oblasti korporátního financování a lektorkou na Merton College.

Autorky využily svých zkušeností a podařilo se jim sepsat recenzovanou knihu, která popisuje jednotlivé způsoby financování obchodních společností. Monografii je přitom možné rozdělit na dvě základní části, a to na kapitoly 1 až 9 popisující základní nástroje financování a vztahy, které při jejich používání vznikají a na druhou část tvořenou kapitolami 10 až 16 přibližující specifické nástroje, které jsou známé výhradně zvláštní úpravě věnující se podnikání na kapitálových trzích.

V prvních dvou kapitolách knihy je čtenáři vysvětleno fungování základních nástrojů financování uvnitř společnosti a zároveň jsou popsány limity, které tyto nástroje svazují. V této části dělí monografie pomyslné přístupy k financování na ekvitní a dluhové. Rozdíl odlišující tyto přístupy spočívá v tom, zda věřitelé získávají poskytnutím finančních prostředků jako protiplatební účast na společnosti (ekvitní financování), nebo se všechny

\* Mgr. Kamil Kovaříček, doktorand, Katedra obchodního práva, Právnická fakulta, Masarykova univerzita, Brno / Ph.D. student, Department of Commercial Law, Masaryk University, Brno, Czech Republic / E-mail: kamil.kovaricek@mail.muni.cz

podstatné aspekty daného vztahu odehrávají mimo vlastnickou strukturu společnosti čistě v závazkové rovině bez přímého vlivu na účast ve společnosti (dluhové financování). Takové dělení je relativně přiléhavé i pro naše poměry, když zákon o obchodních korporacích vymezuje zejména možnosti financování, které se odvíjejí od účasti věřitele na společnosti (tedy blíže ekvitemu). Občanský zákoník na straně druhé v rámci obecné úpravy závazkového práva upravuje zejména dluhové způsoby financování.

Ekvitemní financování je publikací popsáno především ve vztahu k možnosti tvorby různých práv spojených s akciemi a disponováním se základním a vlastním kapitálem společnosti. Druhá kapitola publikace se věnuje ekvitemnímu financování především ve vztahu k tvorbě nových druhů akcií. Tyto postupy a jmenované druhy akcií budou pravděpodobně velmi dobře známé i tuzemskému čtenáři, jelikož obdobné diskuze probíhají v současné době intenzivně i u nás. Svým obsahem mě upoutala zejména čtvrtá kapitola, která byla podrobněji rozpracována až v rámci tohoto druhého vydání, přináší užitečné poznatky z britské úpravy, které mohou sloužit jako inspirace pro tuzemské právní prostředí.

Čtvrtá kapitola totiž zajímavě shrnuje možnost emise nových akcií společnosti za účelem získání nových finančních prostředků. Soustředí se přitom zejména na limity, které plynou ze střetu zájmů jednotlivých subjektů ve společnosti během realizace tohoto procesu. Publikace se tak nejdříve zamýšlí nad stávající zákonnou ochranou akcionářů a klade si otázku, jestli jim vůbec vzniká seznatelné riziko plynoucí z nové emise akcií. Na tuto otázku nabízí kniha odpověď popisem nejméně dvou škodlivých situací pro akcionáře, při kterých může docházet k tzv. znehodnocení hlasu (zředením hlasovacích práv emisí nových akcií) nebo znehodnocení hodnoty (dle statistiky jsou nové akcie emitovány s tzv. diskontem, který odpovídá situaci, kdy je emisní kurs nižší, než reálná hodnota akcie).<sup>1</sup> Na tomto základě následně monografie uzavírá, že ochrana v určité míře nutná je a jako obranné mechanismy vyjmenovává především povinnost péče řádného hospodáře a právo na přednostní úpis akcií.

Autorky v této kapitole dále relativně obsáhle rozebraly výjimky z přednostního práva akcionářů na úpis akcií, přičemž mimo vzdání se tohoto práva je dle mého názoru mnohem zajímavější možnost omezení či vyloučení přednostního práva na úpis a situace, kdy ke vzniku takového práva vůbec nedochází. Britský korporační zákon příkazuje provést emisi nových akcií takovým způsobem, aby byl v dobré víře realizován s cílem zajištění prospěchu společnosti a jejich členů jako celku a rovněž provést emisi za přiměřeným (proper) účelem<sup>2</sup>, což vyplývá z obecných podmínek výkonu funkce statutárního orgánu

---

1 Nutno podotknout, že obě rizika se dotýkají i tuzemské právní úpravy, když stejně jako v britském případě hrozí zředení práv stávajících akcionářů, a to ať už z nedostatku prostředků pro úpis nových akcií nebo omezení přednostního práva na přednostní úpis akcií. Stejně tak zákon o obchodních korporacích nezakazuje emisi akcií s diskontem, když pouze zapovídá úpis s emisním ážiem akcií pod jejich jmenovitou hodnotu v § 247 odst. 1 ZOK.

2 Companies Act 2006, c. 46, s. 171(b), 172(1).

a vztahuje se i na podobu a rozsah přednostního práva (jelikož zákon nabízí i výjimky, jak přednostní právo obejít). Obdoba přednostního práva na úpis akcií akcionářům ve Spojeném království vůbec nevzniká mj. při emisi zaměstnaneckých akcií, uplatnění tzv. *cash-box structure*, při uhrazení emisního ážia nepeněžitým vkladem (velice zvláštní výjimka plynoucí přímo ze zákona<sup>3</sup>, která de facto nabízí možnost obejít přednostního práva na úpis akcií) nebo z rozhodnutí samotné společnosti na základě zmocnění představenstva nebo vyloučením či omezením tohoto práva ve stanovách výslovně (v českých poměrech zakázané<sup>4</sup>).

Problematika omezení či vyloučení přednostního práva je předmětem zájmu i české právní úpravy<sup>5</sup> a judikatury<sup>6</sup>. Vzhledem k tomu, že tuzemský dovolací soud prohlásil povinnost soudů důvody omezení přednostního úpisu materiálně přezkoumávat, může britská zkušenost popsána v recenzované monografii sloužit jako zdroj inspirace. V tamní jurisdikci totiž dochází k obdobným materiálním přezkumům uvedených důvodů při emisi nových akcií a potenciálně k omezení přednostního práva (tzv. *purpose test*) již dlouhodobě a i přes odlišnosti v právní úpravě celého procesu jsou některá jejich pravidla týkající se přístupu k jednotlivým subjektům velice zajímavá a jistě i potenciálně přenositelná. Tamní soudy tak mj. vymezili, že při zkoumání uvedených důvodů je nutné zkoumat pouze dominantní cíl sledovaný statutárním orgánem a nikoliv vedlejší účinky (snížení vlivu některého z akcionářů tak samo o sobě zakázáno není) a rovněž například to, že akcionáři nemůžou očekávat stejný přístup, pouze přístup spravedlivý<sup>7</sup>.

Čtvrtá kapitola je zakončena úvahou autorek nad tím, zdali nenastal čas, aby došlo k přehodnocení liberálnosti přístupu k celému procesu a tedy k upřednostnění ještě flexibilnější možnosti získání nových finančních prostředků společností před rigidní ochranou stávajících akcionářů. Nutno podotknout, že i dle slov autorek je již nyní britská úprava liberálnější oproti té, která je společná právu Evropské unie z příslušných nařízení.

Zajímavé je rovněž zamyšlení autorek nad tím, jestli a případně jak se mění postavení společníků a povinnosti voleného orgánu ve společnosti, která je v běžném solventním stavu a naopak. V případě kapitálově přebytkového období života korporace označují autorky postavení akcionářů za přednostní a fiduciární povinnost statutárního orgánu tak připodobují spíše k „*shareholder*“ pojetí, v opačném případě mluví o dominanci věřitelů (v širokém slova smyslu), které může vyvrcholit až známým propíchnutím korporátního pláště nebo založením ručení či odpovědnosti za škodu voleným orgánům a tedy převažujících povinností statutárního orgánu bližších pojetí „*stakeholder*“<sup>8</sup>. Tyto poznatky

3 Companies Act 2006, c. 46, s. 565.

4 § 487 ZOK.

5 § 487 a násl. ZOK.

6 Zejména rozhodnutí Nejvyššího soudu ze dne 26. 6. 2007, sp. zn. 29 Odo 984/2005, zveřejněné ve Sbírce soudních rozhodnutí a stanovisek č. 30/2008 a navazující.

7 Opačně § 488 odst. 2 ZOK.

mohou být inspirací pro výklad některých z abstraktních pojmů tuzemské právní úpravy, které vymezují rozsah péče řádného hospodáře volených orgánů či povinnosti loajality společníků. Publikace v tomto ohledu upřednostňuje pro výklad těchto pojmů aktuální ekonomický stav společnosti a propůjčuje pravidlům jednání jednotlivých členů orgánu obchodních společností zvýšenou dynamiku. Pravidla (respektive jejich interpretace a tím i obsah) se tak mění v čase právě v závislosti na hospodářských výsledcích společnosti. Tento přístup lze považovat vůči české doktríně za rozdílný, jelikož tuzemské právo si takový výklad neosvojilo a v mnohých ohledech tak lze tuto část publikace považovat za inspiraci nového přístupu k fiduciárním povinnostem členů orgánů obchodních společností.

Následující kapitoly pojednávající o dluhovém financování zkoumají především způsoby získávání kapitálu společnostmi skrze běžné obligační vztahy, které není třeba dlouze představovat. Autorky se proto zejména zaměřují na vedlejší ujednání v těchto závazkových vztazích, které svojí povahou typicky zvyšují ochranu věřitele, a tím vytvářejí prostor pro sjednání výhodnějších podmínek obligačního vztahu i z pohledu dlužníka. Logicky autorky dělí ochranné nástroje na ty, jejichž účinky zůstávají zejména v obligační rovině (např. *negative pledge clause*, *guarantees*, *indemnities*, *subordination*, *turnover trust* a další) a na ty, které svojí povahou působí věcně právní účinky (zejména různé nástroje tzv. *security interests*). Část dluhového financování je rovněž rozšířena o různé modifikace těchto vztahů v subjektu a obsahu, kde se monografie věnuje specifikům vznikajícím například při postupování pohledávek nebo v situacích, kdy má společnost více věřitelů. Zatímco první část týkající se vytváření různých druhů akcií nepřináší ve vztahu k českému právu mnoho nového, druhou část lze považovat za velmi přínosnou, a to i vzhledem k relativně strohé tuzemské právní úpravě věnující se zajištění a utvrzení dluhů, která vyjmenovává pouze demonstrativní výčet závazkových ujednání modifikující práva a povinnosti smluvních stran v otázce vymahatelnosti daného dluhu. Čtenář má tak nejen možnost seznámit se s úplně novými nástroji zajištění dluhů, ale rovněž se i detailněji seznámit s těmi známými českému právu z hlediska jejich fungování ve Velké Británii.

Druhé vydání se mimo kapitoly 4 rozebrané výše dočkalo rovněž výraznější rozšíření právě v oblasti úpravy kapitálových trhů. Kapitola popisující povinnost mlčenlivosti ve vztahu k obchodování na kapitálových trzích a další porušení pravidel kapitálových trzích byla rozdělena na dvě samostatné kapitoly<sup>8</sup> a zejména část věnující se porušení pravidel obchodování byla obsahově rozšířena.

Druhá část monografie začínající kapitolou 10, se věnuje zejména oblasti kapitálových trhů, popisuje související povinnosti s ohledem na unijní právo, které ve velké míře kapitálové trhy reguluje. Vzhledem k rozsáhlé legislativní činnosti Evropské unie zejména po roce 2014 (a na to navazujících legislativních změn na úrovni členských států) je nová

<sup>8</sup> Kapitola 11 „*Ongoing Regulation of the Capital Markets: Mandatory Disclosure*“ a kapitola 12 „*Ongoing Regulation of the Capital Markets: Market Misconduct*“.

úprava kapitálových trhů sice z velké části již v knize zohledněna avšak pouze ty změny, které nastaly do roku 2015. S vědomím této skutečnosti publikace ve své druhé části nabízí čtenáři zajímavé kapitoly, které se věnují například vymáhání povinnosti mlčenlivosti při obchodování na kapitálových trzích (soukromoprávní i veřejnoprávní), porušování pravidel obchodování na kapitálových trzích a následky s tím spojené v oblasti trestního i správního práva, historické exkurzy popisující vznik některých právních instrumentů, které přetrvávají dodnes (jako například vývoj investičních fondů, nabídek převzetí apod.) nebo obecný ekonomický popis ideálního fungování kapitálových trhů a účelů, ke kterým by právní regulace měla svým obsahem směřovat.

Avšak vzhledem k tomu, že nástroje popsány v druhé části recenzované monografie jsou často regulovány velmi striktními a rigidními pravidly, které jsou navíc z důvodu provázanosti kapitálových trhů upraveny taktéž na unijní úrovni, velký inspirativní přínos lze spatřovat zejména v první části publikace, která přibližuje elementární fungování korporátního financování obchodních společností včetně analýzy ochranných mechanismů jednotlivých subjektů. Druhou část o kapitálových trzích lze považovat za povedený souhrn související úpravy do roku 2015 s připomenutím nejvýznamnějších výsledků z rozhodovací praxe.

Závěrem je vhodné podotknout, že k monografii je nutné přistupovat spíše jako k podrobenému souhrnu základních poznatků v oblasti financování obchodních společností v anglosaském právu. V žádném případě se však nejedná o vyčerpávající monografii popisující všechny aspekty daného způsobu financování. Takový souhrn se dá samozřejmě čekat od více specializované publikace s užším předmětem zkoumání. Může však velice dobře sloužit pro získání základní orientace v nástrojích využívaných pro financování ve Spojeném království. Rovněž je možné publikaci využít jako inspirativní základ pro jednotlivé obecné vývody při řešení sporných otázek v českém právním prostředí. K tomuto cíli může čtenáři být jistě pomocnou rukou odcitování stovek judikatorních závěrů nejen britských soudů, které se tématu věnují a jednotlivé časem osvědčené závěry mohou být přenositelné i pro tuzemské potřeby.