

PÁR POZNÁMEK K VAZBĚ KONTROLNÍCH MECHANISMŮ PŘI SPRÁVĚ A ŘÍZENÍ OBCHODNÍCH KORPORACÍ A KODEXŮ CORPORATE GOVERNANCE¹³¹

Jan Lasák

1 Úvod

V rámci tohoto příspěvku bych se rád v krátkosti vyjádřil k vazbě kontrolních mechanismů při správě a řízení obchodních korporací a kodexů *corporate governance* v českém prostředí, a to zejména s přihlédnutím ke Kodexu správy a řízení společností ČR, který v roce 2018 vydal Czech Institute of Directors ve spolupráci s poradenskou společností Deloitte. Především bych se pak chtěl vyjádřit k významu kodexů *corporate governance* (resp. Kodexu) v českém prostředí z hlediska tuzemského systému vlastnické kontroly řízení a správy obchodních korporací.

2 Systém vlastnické kontroly a význam kodexu *corporate governance*

Z dějinného hlediska lze historii korporálního práva s mírnou nadsázkou označit za historii globálních či národních korporálních „skandálů“ (za všechny lze zmiňovat Východoindickou společnost, v moderní době kauzy Parmalat či Enron, z poslední doby pak německý Wirecard), které se následně odrazily v legislativním úsilí napříč civilizovaným světem s cílem podrobit obchodní korporace novým pravidlům,

¹³¹ Tento příspěvek byl zpracován v rámci projektu Grantové agentury ČR reg. č. 19-24949S „Srovnání českého korporálního práva s OECD principy Corporate Governance jakožto mezinárodního standardu a vybranými evropskými jurisdikcemi“.

kteřé by nežádoucím způsobům jejich řízení a správy předcházely, byť ne vždy shodným způsobem, zcela v souladu s logikou tzv. *path dependency*.¹³²

Uvedené korporační skandály či obecně nežádoucí jednání osob vykonávajících kontrolu v rámci korporačního aranžmá přitom vyplynuly z tradičních (schematických) konfliktních linií, se kterými se v rámci korporačního práva setkáváme, tj. (i) konflikty mezi společníky/akcionáři a členy volených (především statutárních) orgánů, (ii) konflikty mezi majoritním společníkem/akcionářem a minoritními investory a (iii) konflikty mezi akcionáři (společností) a třetími osobami (zejména věřiteli).¹³³

Vedle vždy přítomné konfliktní linie vznikající mezi akcionáři (společností) a třetími osobami (věřiteli, zaměstnanci atd.) se však jednotlivé jurisdikce světa potýkají se zbylými dvěma konfliktními liniemi v různé intenzitě. Například v Anglii či USA (jde-li o „velké“ akciové společnosti) stále ještě převažují společnosti s roztržitěnou akcionářskou strukturou (tzv. Berle & Means společnosti¹³⁴), pro které je příznačné především řešení konfliktu mezi těmito roztržitěnými investory a managementem společnosti fakticky disponujícím kontrolou nad řízením a správou korporace, zatímco pro kontinentální Evropu (včetně České republiky) je signifikantní, že mezi (velkými) společnostmi¹³⁵ převažují ty, které mají ovládajícího společníka či akcionáře (ne-li rovnou jediného společníka/akcionáře).

V případě systémů, ve kterých převažují „velké“ (auditované) společnosti s ovládajícím či jediným společníkem (akcionářem) se kontrola řízení a správy korporace koncentruje v rukou tohoto majoritního společníka (akcionáře); ostatně i z tohoto důvodu například zákon o obchodních korporacích s možností obsazovat členy volených orgánů obchodní korporace spojuje vyvratitelné domněnky ovládnutí (viz § 75 z. o. k.). To má samozřejmě své opodstatnění, neboť může-li majoritní společník/akcionář silou svých hlasů členy volených orgánů v podstatě ze dne na

¹³² K path dependency viz např. BEBCHUK, L. R., ROE M. J. *A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance*. In MARK J., ROE, M. J., GORDON, N. J. *Convergence and Persistence in Corporate Governance*. Cambridge: Cambridge University Press, 2004, s. 69 a násl., GILSON, R. J. *Globalizing Corporate Governance: Convergence of Form or Function*. *The American Journal of Comparative Law*. 2001, vol. 49, s. 329 a násl. či MCCAHERY, J. A., VERMEULEN, E. P. *Corporate Governance of Non-listed Companies*. New York: Oxford University Press, 2008, s. 88.

¹³³ Srov. např. BERLE, A. A., MEANS, G. C. *The Modern Corporation & Property*. 10th Printing. New Jersey: Transaction Publishers, 2009, s. 113, GREENFIELD, K. *The Failure of Corporate Law*. Chicago: The University of Chicago Press, 2006, s. 50 či FAIRFAX, L. M. *The Uneasy Case for the Inside Director*. *Iowa Law Review*. 2010, Vol. 96, s. 130.

¹³⁴ Viz BERLE, A. A., MEANS, G. C. *The Modern Corporation & Property*. 10th Printing. New Jersey: Transaction Publishers, 2009, s. 47, MILHAUPT, C. J. *Property Rights in Firms*. In MARK, J., ROE, M. J., GORDON, N. J. *Convergence and Persistence in Corporate Governance*. Cambridge: Cambridge University Press, 2004, s. 210 nebo GILSON, R. J., WHITEHEAD, Ch. K. *Deconstructing Equity: Public Ownership, Agency Costs, and Complete Capital Markets*. *Columbia Law Review*. 2008, Vol. 108, s. 231 a násl.

¹³⁵ Za velké společnosti považují pro účely tohoto příspěvku především společnosti, které v České republice podléhají tzv. povinnému auditu.

den odvolat či „vyměnit“, jsou tito členové volených orgánů v podstatě „prodlouženou rukou“ racionálně uvažujícího ovládajícího společníka (akcionáře), ať už do funkce dosadí sebe, osoby jemu blízké či jiné jím vybrané osoby.

V obecné rovině výkon kontroly v obchodní korporaci s sebou nese rizika z hlediska (i) efektivního řízení, tj. nakolik budou osoby vykonávající kontrolu nad obchodní korporací spravovat danou obchodní korporaci s řádnou péčí a maximalizovat zisk společnosti, a (ii) střetu zájmů. V případě společností s ovládajícím společníkem/akcionářem není či nemusí být problém efektivního řízení příliš akutní. S ohledem na majoritní investici v dotčené korporaci (s tím související expozici, resp. nákladů likvidity) má majoritní společník (akcionář) přirozený zájem na efektivním řízení obchodní korporace. Problémem však může být riziko střetu zájmů. Kontrolující (ovládající) společník (akcionář) totiž v rukou třímá přímo či nepřímo v zásadě absolutní kontrolu nad řízením a správou korporace (zejména z hlediska jejího obchodního řízení), avšak – má-li společnost též minoritní investory – o zisk společnosti se principiálně „dělí“ na *pro rata* principu též s minoritními investory. To je zlomový moment tohoto korporálního uspořádání, neboť vytváří či může vytvářet na straně ovládajících osob motivaci „odklánět“ zdroje společnosti ve svůj prospěch či ve prospěch spřízněných osob, a to na základě více či méně legálních prostředků (typicky prostřednictvím transakcí s propojenými osobami).

Uvedené riziko vyvolává v systémech, v nichž převažují velké společnosti s ovládajícím společníkem (akcionářem), poptávku po efektivních kontrolních mechanismech, které by touhu ovládajících společníků (akcionářů) zneužívat svého majoritního postavení potlačovaly. Tyto kontrolní mechanismy mohou mít samozřejmě svůj původ uvnitř obchodní korporace (zvláštní informační práva investorů obsažená v zakladatelských právních jednáních, sideletters či jiné akcionářské dohody), případně vně obchodní korporace (regulace řízení a správy obchodní korporace obsažená v právních předpisech). Bez ohledu na kvalitu mixu kontrolních mechanismů však tržní principy (trh s kontrolou nad společností, kapitálový trh či produktový trh) příliš majoritního společníka od neřádného jednání spočívajícího ve zneužívajícím výkonu kontroly na úkor minoritních společníků neodrazují.

V takovém případě zbývá v zásadě pouze soudní systém jako poslední úroveň kontroly a ochrany minoritních investorů. Jinými slovy, pokud minoritní investory neochrání před zneužíváním postavení ovládajícího společníka (akcionáře) soudní systém (vynucující pravidla obsažená v právních předpisech či zakladatelských právních jednáních), zejména v případě nedostatečné odborné dovednosti soudců korporátní justice či nepřiměřené délky korporátních sporů, neochrání je nikdo. Neefektivní justiční systém, který nedokáže efektivně bránit zneužívání postavení ovládajícího společníka (akcionáře) na úkor menšinových investorů, přináší současně negativní externality i do celkové prosperity společnosti a valuace korporací, které v systému, v němž převažují společnosti s ovládajícím společníkem (akcionářem), s neefektivním justičním systémem působí.

Pokud investoři v těchto systémech vlastnické kontroly *ex ante* předpokládají, že jejich minoritní investice není dostatečně chráněna soudním systémem (a současně

nejsou v pozici vyjednat si efektivní závazky ze strany ovládající osoby prostřednictvím akcionářské či jiné dohody), logicky budou diskontovat cenu minoritních účastí ve všech společnostech s ovládajícím společníkem/akcionářem (tj. i v těch, v nichž majoritní společník/akcionář nemá zájem svého majoritního postavení zneužívat na úkor menšinových investorů). Z hlediska minoritních investic je pak na ovládajícím společníkovi či akcionáři, aby se případně hodnověrným způsobem zavázal, že minoritní investory poškozovat zneužíváním svého ovládajícího postavení nehodlá (*credible commitment*). To lze samozřejmě učinit případným uzavřením separátní dohody s ostatními (minoritními) investory o způsobu výkonu kontroly ve společnosti. Uzavření takové dohody nicméně nemusí být v konkrétním případě žádoucí, případně dokonce vůbec možné (např. ve společnostech se značně rozříštěnou minoritní účastí).

V takovém případě mohou jednu z forem „*credible commitments*“ představovat kodexy *corporate governance*, a to především v případě společností, které nutně nesledují *comply or explain* principy vyplývající z regulace kapitálového trhu či burzovních pravidel. V případě společností s ovládající osobou tudíž mohou kodexy *corporate governance* představovat dobrovolný „*credible commitment*“ ovládající osoby, že nebude svého postavení zneužívat. Předestřenou roli však může kodex *corporate governance* plnit pouze do té míry, do níž samotný kodex *corporate governance* nastavuje principy vnitřního řízení a správy, jež potlačují motivaci ovládajících osob svého postavení na úkor menšinových společníků zneužívat.

Jelikož problém zmocnění mezi ovládající osobou a minoritními investory pramení, zjednodušeně řečeno, ze dvou proměnných, a to (i) informační asymetrie mezi ovládající osobou a minoritními investory a (ii) střetem zájmů (motivacemi) mezi zájmy ovládající osoby a minoritními investory, je v tomto ohledu vhodné kodexy *corporate governance* v jednotlivých jurisdikcích analyzovat optikou toho, jak deklarované principy řádné správy obsažené v těchto kodexech oslovují tyto dvě proměnné. Jde-li o Kodex, lze uvést následující.

Ad (i) informační asymetrie

Na jednu stranu Kodex nepochybně nastavuje vhodné principy přispívající k upřímení přirozené informační asymetrie mezi ovládajícími osobami a minoritními investory (viz především kapitola 10 Kodexu zaměřující se na transparentnost, požadující schvalování významných transakcí s propojenými osobami valnou hromadou, případně uveřejňování informací o uzavření významných transakcí se spřízněnými osobami).

Citovaný čl. 10 Kodexu mj. navrhuje též přijetí politiky pro řízení konfliktu zájmů, pokud jde o úpravu transakcí se spřízněnými osobami [čl. 10.1.1 písm. e)], jakkoliv Kodex nevyžaduje – z hlediska transparency –, aby byla tato politika přístupná veřejnosti. V takovém případě ovšem dochází ke snižování motivačního potenciálu této části politiky, pokud minoritní investoři nemají možnost (a Kodex

neuvádí, že by takové právo minoritní investoři měli mít) se s principy uzavírání transakcí se spřízněnými osobami seznámit.

V takovém případě se informační asymetrie (dle Kodexu) mezi ovládající osobou a minoritními investory (ohledně transakcí s propojenými osobami) napřimuje prostřednictvím (i) schvalovací působnosti valné hromady (tj. byli by informováni o transakcích se spřízněnými osobami, jejichž uzavření podléhá souhlasu nejvyššího orgánu obchodní korporace), případně (ii) informací dobrovolně (viz čl. 10.2.2 Kodexu) či povinně uveřejňovaných emitentem [to platí v případě emitentů podléhajících regulaci kapitálového trhu] (na internetových stránkách emitenta).

Zejména tedy povinnost, byť přijatá dobrovolně, uveřejňovat (významně) transakce s propojenou osobou podle čl. 10.2.2 Kodexu má z hlediska teorie *credible commitments* zásadní význam (ve smyslu Brandeisova principu „*the sun is the best disinfectant*“¹³⁶). Zvýšené požadavky na transparentci jednání se spřízněnými osobami vyplývající z Kodexu mohou snižovat (z důvodu odpovídajícím způsobem zvýšeného detekčního rizika) motivaci ovládajících osob svého postavení zneužívat. V takovém případě je ovšem otázkou, zda by měly být uveřejňovány pouze „významné“ transakce se spřízněnými osobami, když ovládající osoba může svým vlivem poškozovat minoritní investory i prostřednictvím méně významných transakcí.¹³⁷

Ad (ii) střety zájmů

Základní střet zájmů vyplývající z postavení ovládající osoby v obchodní korporaci vyplývá z kontrastu výlučné kontroly nad řízením a správou obchodní korporace (ať již vykonávané přímo, či nepřímo) na straně jedné, a zákonné povinnosti, není-li upravena v zakladatelském právním jednání jinak, dělit zisk korporace mezi ovládající osobou a minoritními investory na *pro rata* principu na straně druhé.

Existence tohoto střetu zájmů mezi ovládající osobou a minoritními investory je v zásadě přirozená a existence kodexů *corporate governance* jej nemůže eliminovat. Na druhou stranu by ovšem kodexy *corporate governance* v systémech vlastnické kontroly s ovládajícími osobami neměly existenci tohoto střetu zájmů prohlubovat. To se po mém soudu Kodexu ne zcela daří. Jde o to, že v čl. 1.2.1 Kodex připouští opuštění *one-share-one-vote principu* (být na maximálně dvojnásobné bázi). To však znamená, že osoba vykonávající kontrolu na základě zvláštního druhu podílu či akcií může – v souladu s Kodexem – vykonávat kontrolu nad společností, aniž by

¹³⁶ Jde o slavnou frázi L. Brandeise, kterou vyslovil v roce 1913 v článku „What Publicity Can Do“ (*Harper's Weekly*).

¹³⁷ Srov. např. § 121s odst. 1 z. p. k. t., který za významnou transakci uzavíranou emitentem považuje smlouvu nebo dohodu, na základě které dochází ke: a) zcizení nebo nabytí majetku emitentem ve výši přesahující 10 % aktiv vyplývajících z účetní závěrky za účetní období bezprostředně předcházející účetnímu období, ve kterém se transakce uzavírá, nebo b) zvýšení pouze dluhů emitenta o dluh nebo podmíněný dluh ve výši přesahující 10 % aktiv vyplývajících z účetní závěrky za účetní období bezprostředně předcházející účetnímu období, ve kterém se transakce uzavírá.

měla alespoň poloviční podíl na základním kapitálu (a tedy i na cash-flow právech, tj. podílu na zisku či jiných vlastních zdrojích). Jinými slovy, společník (akcionář) může mít v souladu s Kodexem v takovém případě například 80% podíl na hlasovacích právech a současně pouze 40% podíl na základním kapitálu (tedy i zisku či jiných vlastních zdrojích obchodní korporace, není-li odchylné úpravy).¹³⁸

Uvedený rozptyl může po mém soudu prohlubovat střet zájmů mezi ovládající osobou a minoritními investory, neboť o veškerý zisk, kterého společnost prostřednictvím výlučně (přímé či nepřímé) kontroly ze strany ovládající osoby dosáhne, se ovládající osoba „dělí“ s ostatními investory v poměru 40 : 60. Ekonomicky pak může tento poměr ovládající osoba vnímat za nespravedlivý, tj. motivující ji, více či méně legálními způsoby, k dílčímu odklánění zdrojů společnosti ve prospěch propojených osob, aby se v plném rozsahu nemusela ovládající osoba o zisk korporace s minoritními investory dělit.

V kontextu České republiky, v níž převažují společnosti s ovládajícím společníkem (akcionářem), proto považují možnost opuštění principu *one-share-one-vote* v Kodexu za nežádoucí a potenciálně zhoršující konfliktní linii mezi ovládající osobou a minoritními investory.

3 Poznámka na závěr

Kodexy *corporate governance* představují tzv. *credible committent* ohledně řízení a správy dané korporace. V systémech vlastnické kontroly s ovládající osobou pak tyto kodexy rovněž vstupují do konfliktní linie mezi těmito ovládajícími osobami a minoritními investory. Mají-li kodexy *corporate governance* v takových systémech plnit svou roli snižování tzv. problému zmocnění mezi ovládající osobou a minoritním investory, měly by sledovat dva cíle: (i) snižovat informační asymetrii mezi ovládající osobou a minoritními investory a (ii) snižovat či alespoň neprohlubovat střety zájmů mezi ovládající osobou a minoritním investory. Kodex z roku 2018 nepochybně dílčím způsobem k potlačení problému zmocnění mezi ovládající osobou a minoritními investory přispívá (např. prostřednictvím informačních povinností dle čl. 10), v jiném ohledu však umožňuje jeho zhoršení (částečným opuštěním principu *one-share-one-vote*).

¹³⁸ Byť je nutné uvést, že české právo obecně připouští násobná hlasovací práva téměř neomezeně, takže jinou optikou lze říci, že kodex se naopak přibližuje *one-share-one-vote* principu.