



# Poskytovanie finančnej asistencie v právnom prostredí SR

Matúš Medvec,<sup>1</sup> Národná banka Slovenska

Matej Smalik,<sup>2</sup> Právnická fakulta Univerzity Komenského v Bratislave

*Už dlhší čas sa v oblasti poskytovania finančnej asistencie (najmä) obchodnými spoločnosťami vedú polemiky. Názory jednotlivých členských štátov Európskej únie na túto otázku sa rôznia. V článku prinášame bližší pohľad na poskytovanie finančnej asistencie, najmä so zameraním na platný právny poriadok Slovenskej republiky a jeho porovnanie s odlišným prístupom v právnom poriadku Českej republiky.*

## PŮVOD A ÚČEL UPLATŇOVANIA ZÁKAZU FINANČNEJ ASISTENCIE

Finančná asistencia či skôr pravidlá spojené s jej (ne)poskytovaním majú svoj pôvod v práve Veľkej Británie.<sup>3</sup> Postupom času si právna úprava spojená s pravidlami pre poskytovanie finančnej asistencie našla svoje miesto aj v právnych poriadkoch jednotlivých členských štátov EÚ. Možno konštatovať, že hlavným motívom zavedenia pravidiel a zákazu poskytovania finančnej asistencie je jednak ochrana veriteľov (spojená so zachovaním kapitálu a imania v samotnej spoločnosti) a jednak ochrana spoločníkov, resp. akcionárov spoločnosti. Poskytovanie finančnej asistencie môže zasiahnuť aj do oblasti kapitálového trhu, a to vo sfére nákupu a predaja akcií spoločnosti na trhu. Z nášho pohľadu sa ako realizovateľné zdá umelé čiastkové zvýšenie ceny jednotlivých akcií spoločnosti na trhu, či už na účely poskytnutia akcií ako protiplnenia v rámci transakcie medzi spoločnosťou a iným subjektom, alebo so zámerom dočasne nafúknuť hodnotu akcií spoločnosti, ktoré následne vydá svojim akcionárom.

Pravidlá spojené s poskytovaním finančnej asistencie a jej zákazom môžu na druhej strane brzdiť rozvoj a investície v rámci daného členského štátu EÚ, najmä v prípade, keď tieto pravidlá nie sú stanovené jasne a zreteľne. Viac sa pokúsime uviesť na konkrétnom prípade akvizície a následného zlúčenia spoločností v prípade poskytnutia finančnej asistencie.

## FINANČNÁ ASISTENCIA V SR

Keď hovoríme o finančnej asistencii v SR, z pohľadu podnikateľov a obchodných spoločností ide o reguláciu poskytovania úverov, pôžičiek, preddavkov alebo iných zábezpek v súvislosti s nadobúdaním akcií samotnej spoločnosti.<sup>4</sup> Táto právna úprava má svoj pôvod v tzv. druhej smernici Rady, ktorá tieto pravidlá pre verejne obchodovateľné spoločnosti zaviedla.<sup>5</sup>

Slovenský zákonodarca sa následne vydal ešte prísnejšou cestou a zákaz poskytovania finančných prostriedkov na účely nadobudnutia akcií obchodnej spoločnosti vzťahoval na všetky obchodné spoločnosti, teda nielen na verejné (ako plánovala smernica), ale aj na súkromné. Porušenie pravidiel

spojených s týmto zákazom je spojené s absolútnou neplatnosťou právneho úkonu<sup>6</sup>, keďže poskytnutie finančnej asistencie by odporovalo a priechilo sa zákonu.<sup>7</sup> Následkami porušenia zákazu finančnej asistencie v spojitosti s neplatnosťou takéhoto úkonu sa budeme zaoberať v ďalšej časti tohto článku.

## PRAVIDLÁ FINANČNEJ ASISTENCIE V SPOJITOSTI S FINANCOVANÍM AKVIZÍCIE NA TRHU M&A

Striktný zákaz finančnej asistencie sa podľa nášho názoru negatívnym spôsobom dotýka aktivít na trhu M&A v prostredí SR. V rámci procesu akvizície spoločnosti je veľmi dôležitou otázkou pre každú zo spoločností otázka financovania fúzie. Spoločnosť pri expanzii na slovenský trh najčastejšie využíva dve možnosti financovania takejto expanzie, a to buď použije vlastné finančné zdroje (equity), alebo dlhové financovanie (debt). Problematika vlastného a dlhového financovania korporátnych transakcií v spojitosti so získaním hodnoty z takejto transakcie je spracovaná podrobne v zahraničnej literatúre<sup>8</sup> a čiastkovo aj v rámci výskumu autorov<sup>9</sup>. V tomto článku sa zameriame na potenciálne riziká využitia dlhového financovania v rámci M&A aktivít spoločnosti, ktorá zamýšľa využiť na expanziu na slovenský trh dlhové financovanie. Môže pritom naraziť na problém spojený s prísnyim úplným zákazom finančnej asistencie platným v SR. Pripomíname, že dlhové financovanie sa v zahraničí veľmi často využíva na financovanie akvizície spoločnosti. Napr. v Spojených štátoch amerických zadlžené financovanie transakcií (tzv. leveraged buyout) stále predstavuje populárny nástroj na financovanie nadobudnutia akcií inej spoločnosti.<sup>10</sup>

Predstavme si nasledujúcu situáciu. Spoločnosť A (investor) má v úmysle nadobudnúť akcie v cieľovej spoločnosti B. Na tento účel si zaobstará dlhové financovanie od tretej osoby. Po nadobudnutí akcií spoločnosti B sa spoločnosť A rozhodne, že sa so spoločnosťou B zlúči, pričom spoločnosť A v rámci procesu fúzie zanikne a spoločnosť B bude nástupníckou spoločnosťou. Takýmto spôsobom prevezme na základe zákona spoločnosť B (okrem majetku spoločnosti A) aj všetky záväzky spoločnosti A. To znamená, že záväzky z dlhového financovania, ktoré použila spoločnosť A na nado-

- 1 Názory autora prezentované v tomto článku sa nemusia zhodovať s oficiálnymi stanoviskami a postojmi Národnej banky Slovenska.
- 2 Príspevok vznikol s podporou Agentúry na podporu výskumu a vývoja na základe grantu APVV-15-0740 a predstavuje subjektívny názor autora na danú problematiku.
- 3 Britský Companies Act z roku 1928.
- 4 § 161e odsek 1 Obchodného zákonníka.
- 5 Článok 23 odsek 1 druhej smernice Rady č. 77/91/EHS z 13. 12. 1976 o koordinácii ochranných opatrení, ktoré členské štáty vyžadujú od obchodných spoločností na ochranu záujmov spoločníkov a tretích osôb v zmysle druhého odseku článku 58 Zmluvy, pokiaľ ide o zakladanie akciových spoločností, udržiavanie a zmenu ich základného imania, s cieľom dosiahnuť rovnocennosť týchto opatrení.
- 6 PALA, R. in OVEČKOVÁ, O.: Obchodný zákonník. Komentár. Tretie, doplnené a prepracované vydanie. Bratislava, IURA EDITION, 2011, s. 762.
- 7 § 39 Občianskeho zákonníka.
- 8 SUDARSANAM, S.: *Creating value from mergers and acquisitions (The challenges)*. Essex, Pearson Education Limited, 2010, s. 86.
- 9 SMALIK, M.: *The Concept of downstream merger buyout financial structure with regard to legal aspects of financial assistance for share acquisition in terms of Slovak and European legal framework*. In: *Proceedings of the 3rd CER Comparative European Research Conference – International Scientific Conference for PhD Students of EU Countries*. London: Sciemcee Publishing, 2015, s. 75 – 77.
- 10 <http://www.leveragedloan.com/wp-content/uploads/2013/04/LBO-transaction-volume.JPG.jpg>



- 11 Podobnú situáciu posudzoval Najvyšší súd Českej republiky, ktorý z dôvodu porušenia zákazu finančnej asistencie považoval úverovú zmluvu uzavretú v súvislosti so zabezpečením splatenia kúpnej ceny za akcie samotnou spoločnosťou za absolútne neplatnú (uznesenie Najvyššieho súdu Českej republiky, sp. zn. 21 Cdo/3085/2008).
- 12 Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2006/68/ES zo 6. septembra 2006, ktorou sa mení a dopĺňa smernica Rady 77/91/EHS, pokiaľ ide o zakladanie akciových spoločností, udržiavanie a zmenu ich základného imania.

budnutie akcií spoločnosti B, budú zabezpečené a následne uspokojené z majetku nástupníckej spoločnosti B. Výsledkom takejto transakcie teda je, že cieľová spoločnosť preberie všetky záväzky materskej spoločnosti, pričom do týchto záväzkov patria aj záväzky vyplývajúce z dlhového financovania samotného nadobudnutia akcií, ktoré sú poskytnuté tretími osobami (najčastejšie bankou alebo tzv. angel investormi).

Otázne je, či môže mať uvedená transakcia za následok porušenie pravidiel slovenského Obchodného zákonníka, a preto byť z titulu porušenia zákona posúdená ako neplatný právny úkon. Podľa nášho názoru môže byť posúdená ako transakcia porušujúca zákaz finančnej asistencie. Ako sme uviedli, Obchodný zákonník v § 161e stanovuje, že spoločnosť nesmie v súvislosti s nadobudnutím jej akcií tretími osobami poskytovať týmto osobám predavky, pôžičky, úvery ani zábezpeky. Toto sa nevzťahuje na právne úkony, ktoré sa vykonávajú v rámci bežnej činnosti bánk, a na právne úkony vykonané v súvislosti s nadobudnutím akcií zamestnancami spoločnosti alebo pre zamestnancov spoločnosti za predpokladu, že v dôsledku týchto úkonov neklesne vlastné imanie spoločnosti pod hodnotu základného imania spolu s rezervným fondom, ktorý spoločnosť vytvára povinne podľa zákona. Nadobudnutie účasti v cieľovej spoločnosti použitím metódy zadlženého výkupu pri zlúčení materskej spoločnosti do dcérskej spoločnosti môže mať totiž za následok vznik podkapitalizovanej výslednej spoločnosti (pre vzájomné majetkové prepojenie a dlhové financovanie) a jej následné predĺženie. Môže sa to interpretovať ako obchádzanie, resp. porušenie zásady zákazu finančnej asistencie v rámci práva EÚ a slovenského práva. Na takto nastavenú transakciu totiž, podľa nášho názoru, možno nahliadať ako na poskytnutie úveru alebo pôžičky so zámerom nadobudnutia svojich akcií. Výsledkom takejto transakcie je totiž skutočnosť, že dlhové financovanie akvizície akcií spoločnosti bude v dôsledku zlúčenia uhrádzané zo zdrojov samotnej spoločnosti.

Pri posudzovaní uvedenej transakcie vznikajú aj otázky, na ktoré, podľa nášho názoru, právna úprava nedáva jednoznačnú odpoveď. Predpokladáme, že transakcia spĺňa podmienku na posúdenie ako absolútne neplatná, a to z dôvodu porušenia zákazu finančnej asistencie. Otáznym zostáva, ktoré právne úkony majú byť touto neplatnosťou postihnuté. Je neplatným úkonom zmluva, ktorou došlo k poskytnutiu finančných prostriedkov na nadobudnutie akcií tejto spoločnosti alebo je ňou zmluva, na základe ktorej došlo k nadobudnutiu akcií tejto spoločnosti? Je neplatnou aj samotná zmluva o zlúčení? Problémom pri posúdení úkonov v rámci tejto transakcie je, že žiadny z týchto právnych úkonov posúdený separátne nespĺňa, podľa nášho názoru, podmienky na vyslovenie absolútnej neplatnosti takéhoto právneho úkonu. Tú by teoreticky bolo možné vyvodzovať iba z komplexného posúdenia celej transakcie, t. j. akvizície akcií spoločnosti pri použití dlhového financovania a následnej fúzie s touto spoločnosťou.<sup>11</sup> V rámci navrhovanej zmeny právnej úpravy ako návrhu *de*

*lege ferenda* by sme na mieste zákonodarcu zväžili špecifikovanie (okrem ďalších návrhov na zjemnenie právnej úpravy finančnej asistencie v SR) konkrétnych podmienok posudzovania platnosti, resp. neplatnosti právnych úkonov v prípade porušenia zákazu finančnej asistencie.

## ZJEMNENIE PRÁVNEJ ÚPRAVY FINANČNEJ ASISTENCIE NA ÚROVNI EÚ

Predpokladáme, že narastajúce množstvo dlhového financovania jednotlivých transakcií a investícií v rámci krajín EÚ podnietilo debaty medzi predstaviteľmi právnej vedy v otázkach, či je opodstatnené presadzovať zákaz finančnej asistencie v rámci financovania jednotlivých transakcií (ktorých financovanie by za prísnych podmienok poskytovania finančnej asistencie mohlo naplňať znaky zakázanej finančnej asistencie) alebo od tohto zákazu upustiť, prípadne upraviť podmienky jej poskytovania. Európska komisia vo svojom oznámení Rade a Európskemu parlamentu z 21. mája 2003 pod názvom Akčný plán modernizácie práva obchodných spoločností a zlepšenie správy a riadenia spoločností v Európskej únii dospela k záveru, že zjednodušenie a modernizácia smernice 77/91/EHS by výrazne prispeli k podpore efektívnosti podnikania a konkurencieschopnosti bez toho, aby sa znížila ochrana ponúkaná akcionárom a veriteľom. Tieto zmeny by sa však mali uskutočniť tak, aby bol zachovaný systém udržiavania základného imania. Tento systém by mal primerane chrániť záujmy veriteľov a akcionárov akciovej spoločnosti.

Následne bola prijatá smernica týkajúca sa zakladania akciových spoločností, udržiavania a zmeny ich základného imania.<sup>12</sup> V preambule smernice sa hovorí, že členské štáty EÚ by mali mať možnosť povoliť akciovým spoločnostiam finančne podporiť tretiu osobu pri nadobúdaní ich akcií až do výšky rozdeliteľných rezerv spoločnosti tak, aby sa zvýšila flexibilita pri zmenách vo vlastníckych vzťahoch v akciových spoločnostiach. Táto možnosť by mala podliehať zabezpečeniu so zreteľom na cieľ smernice, ktorým je ochrana akcionárov, ako aj tretích osôb. Podľa nášho názoru samotné znenie smernice ukázalo, že EÚ má v úmysle upraviť pravidlá týkajúce sa finančnej asistencie tak, aby boli menej striktné. Môže tak dôjsť k posilneniu investičných aktivít, ktoré by nakoniec mohli priniesť členským štátom ekonomické výhody.

Smernica neukladá povinnosť členským štátom EÚ povoľovať finančnú asistenciu pri nadobúdaní akcií akciovej spoločnosti. Je skôr aplikovateľná pre tie členské štáty, ktoré finančnú asistenciu povoľujú. „Ak členské štáty povoľujú spoločnosti buď priamo, alebo nepriamo poskytovať preddavky, pôžičky alebo zábezpeky s cieľom nadobudnutia jej vlastných akcií treťou osobou, podmienka tieto transakcie splnením stanovených podmienok. Transakcie sa majú uskutočniť na zodpovednosť správneho alebo riadiaceho orgánu za spravodlivých trhových podmienok, najmä pokiaľ ide o úrok vyplatený spoločnosti a pokiaľ ide o zábezpeky poskytnuté spoločnosti za pôžičky a preddavky. Musí byť náležite preverená úverová bonita tretej osoby alebo v prípade transak-



cie za účasti viacerých strán úverová bonita každej zo zúčastnených protistrán. Správny alebo riadiaci orgán má predložiť zamýšľanú transakciu na predchádzajúce schválenie valnému zhromaždeniu. Správny alebo riadiaci orgán predloží valnému zhromaždeniu písomnú správu, v ktorej uvedie dôvody pre danú transakciu, záujem spoločnosti na vykonaní takej transakcie, podmienky, za ktorých sa transakcia vykoná, riziká súvisiace s danou transakciou, pokiaľ ide o likviditu a platobnú schopnosť spoločnosti, a cenu, za ktorú tretia osoba akcie nadobudne. Táto správa bude predložená registru na zverejnenie podľa článku 3 smernice 68/151/EHS. Celková finančná pomoc poskytnutá tretím osobám nesmie mať za žiadnych okolností za následok zníženie čistého obchodného imania pod výšku uvedenú v článku 15 ods. 1 písm. a) a b) smernice 77/91/EHS, a to ani pokiaľ ide o zníženie čistého obchodného imania, ku ktorému môže dôjsť, keď svoje vlastné akcie nadobúda spoločnosť alebo niekto na jej účet. Spoločnosť musí do pasív v súvahe zahrnúť nerozdeliteľnú rezervu vo výške celkovej finančnej pomoci. V prípadoch, keď tretia osoba nadobúda od spoločnosti jej vlastné akcie alebo upisuje jej akcie vydané v priebehu zvyšovania upísaného základného imania s finančnou pomocou tejto spoločnosti, musí takéto nadobudnutie byť uskutočnené za primeranú cenu.“

Podmienky stanovené v smernici súvisia so zodpovednosťou štatutárnych orgánov za podmienky a realizáciu takejto transakcie a férové trhové podmienky. Finančná asistencia poskytnutá tretím stranám nesmie v žiadnom prípade vyústiť do zníženia vlastného imania pod hodnoty špecifikované smernicou a výška finančnej assistencie bude zároveň uvedená v účtovnej závierke spoločnosti.

Z nášho pohľadu je určitým nedostatkom smernice, že iba vyslovila možnosť a povolenie členským štátom, aby v rámci legislatívy povolili spoločnostiam poskytovanie finančnej assistencie (a následne uplatnili podmienky v smernici). Nezakotvila ale priamu povinnosť, aby členské štáty povolili spoločnostiam poskytovať finančnú assistenciu za podmienok uvedených v smernici, čo by, podľa nášho názoru, mohlo mať pozitívnejší vplyv na podnikateľské prostredie všetkých členských štátov EÚ.

Slovenská republika do dnešného dňa neimplementovala smernicu 2006/68/ES do svojho vnútroštátneho právneho poriadku, a preto by sa poskytnutie takejto finančnej assistencie so zámerom nadobudnutia akcií samotnej spoločnosti považovalo za právny úkon odporujúci zákonu. Zákaz finančnej assistencie je založený na prezumpcii, že ak spoločnosť zodpovedá za náklady nadobudnutia jej vlastných akcií, môže táto skutočnosť viesť k poklesu hodnoty danej spoločnosti. Poskytovanie finančnej assistencie by sa tiež mohlo vnímať ako rozpor so zásadou zachovania základného imania v spoločnosti. Ako sme uviedli, transakcia spočívajúca vo využití dlhového financovania na nadobudnutie akcií spoločnosti a následné zlúčenie s touto spoločnosťou prináša riziko a bola by podľa nášho názoru posúdená ako finančná operácia porušujúca zákaz finančnej assistencie platný v SR.

## ÚPRAVA FINANČNEJ ASISTENCIE V ČR

Niektoré členské štáty EÚ implementovali smernicu 2006/68/ES a v rámci svojej právnej úpravy povolili finančnú assistenciu. Ako príklad môžeme uviesť Českú republiku. V rámci českej právnej úpravy<sup>13</sup> sa finančnou assistenciou rozumie poskytnutie zálohy, pôžičky alebo úveru obchodnej spoločnosti na účely získania podielu v tejto obchodnej spoločnosti alebo poskytnutia zabezpečenia obchodnej spoločnosti na tieto účely. Česká právna úprava (na rozdiel od slovenskej právnej úpravy) v oblasti poskytovania finančnej assistencie umožňuje poskytovanie finančnej assistencie. Z pohľadu českého zákonodarcu a príslušnej právnej úpravy sa poskytnutie finančnej assistencie považuje za povolenú transakciu v prípade splnenia podmienok stanovených zákonom, konkrétne podmienok v ustanoveniach § 311 až 315 zákona o obchodných korporáciách, ktoré je potrebné splniť pri poskytovaní finančnej assistencie, aby bolo považované za *lege artis*. Zákonodarca súčasne stanovuje pre všetky obchodné spoločnosti podmienku, že poskytnutím finančnej assistencie si obchodná spoločnosť (aj akciová spoločnosť) neprivedie úpadok.

Z nášho pohľadu takéto podmienky treba chápať ako podmienky tzv. white-wash procedúry vyplývajúce zo smernice 2006/68/ES. White-wash procedúra v skratke znamená stanovenie podmienok a postupov, ktoré musí spoločnosť pri poskytovaní finančnej assistencie splniť, aby sa naň nenazeralo ako na nepovolenú finančnú operáciu. Pri splnení stanovených podmienok bude poskytnutie finančnej assistencie v súlade so zákonom. Pri pohľade na ustanovenia § 311 až 315 zákona o obchodných korporáciách je zrejme, že smernica 2006/68/ES bola do nich premietnutá takmer v totožnom znení, vrátane podmienky stanovenia spravodlivých trhových podmienok poskytnutia assistencie, finančnej spôsobilosti osoby, ktorej sa asistencia poskytuje, schválenia poskytnutia assistencie valným zhromaždením a vytvorenia osobitného rezervného fondu vo výške poskytnutej finančnej assistencie.

Záverom autori ako návrh právnej úpravy *de lege ferenda* v slovenskom právnom prostredí navrhujú zjemnenie právnej úpravy zákazu finančnej assistencie. Finančná asistencia by – podľa názoru autorov – mala byť v Slovenskej republike povolená, a to za splnenia podmienok white-wash procedúry, podobne ako v právnej úprave Českej republiky. Povolenie poskytovania finančnej assistencie by odstránilo polemiku v týchto otázkach.

V rámci právnej úpravy autori navrhujú upraviť aj dôsledky a následky porušenia stanovených podmienok „white-wash“ procedúry. V záujme právnej istoty zostáva na zváženie, či sa vydať cestou posudzovania takýchto transakcií bez splnenia stanovených podmienok ako absolútne neplatných alebo takéto transakcie posúdiť ako platné<sup>14</sup> za súčasného vyvodenia zodpovednosti voči štatutárnym orgánom danej spoločnosti, prípadne ďalších sankčných nárokov vznikajúcich z titulu porušenia pravidiel pre poskytnutie finančnej assistencie.

13 § 41 zákona č. 90/2012 Sb. o obchodných spoločnostiach a družstevch (zákon o obchodných korporáciách).  
14 Obdobne ako pri právnej úprave úkonov spojených s nadobúdaním vlastných akcií spoločnosťou.