

UNIVERZITA KARLOVA
Právnická fakulta
Katedra obchodního práva

Téma diplomové práce:

**Výkon práv akcionáře z pohledu corporate governance
v prostředí globálních akciových trhů**

Jméno vedoucího diplomové práce: JUDr. Petr Čech, LL.M.

Jméno diplomanta: Adéla Flídrová
Libecina 26
Vysoké Mýto
566 01

Prohlašuji, že jsem tuto diplomovou práci zpracovala samostatně a že jsem vyznačila prameny, z nichž jsem pro svou práci čerpala, způsobem ve vědecké práci obvyklým.

Adéla Flídrová

V Praze dne 18. října 2007

Adéla Flídrová

Poděkování

Na tomto místě bych si dovolila poděkovat několika skvělým konzultantům, kteří si udělali čas na mé všeobecné a zvídavé dotazy ohledně tématu mé práce.

Na prvním místě musím pochopitelně poděkovat vedoucímu mé diplomové práce. Patří mu dík největší včetně za to, že mě přivedl na myšlenku věnovat se tomuto zajímavému tématu.

Kromě toho je to však i **Prof. Dr. Ulrich Noack**, vedoucí katedry občanského a obchodního práva na Právnické fakultě v Düsseldorfu, kde jsem měla tu čest studovat a na převážné části své diplomové práce pracovat. Prof. Dr. Noack mi byl nejen zdrojem nepřeberného množství vysoce kvalifikovaných informací (sám byl např. členem expertní skupiny Prof. Jaapa Wintera, pověřené zpracováním zprávy o přeshraničním hlasování), ale rovněž i skvělým pedagogem.

Neméně musím poděkovat spolupracovníkovi z jeho katedry, kterým je **Dr. Dirk Zetzsche**. Poskytl mi řadu cenných informací vzhledem k svým rozsáhlým praktickým zkušenostem, kdy sám jako právní poradce pomáhal organizovat více jak sto padesát valných hromad německých akciových společností, přičemž část z nich byly i valné hromady virtuální.

V neposlední řadě bych si dovolila poděkovat panu **Ing. Ladislavu Slaníkovi**, řediteli Odboru emisí cenných papírů sekce regulace a dohledu nad kapitálovým trhem ústředí České národní banky. Pan Ing. Slaník mi poskytl důležité informace ohledně specifick fungování českého kapitálového trhu v praxi, a pomohl mi tak lépe přizpůsobit mé v zahraničí a v zahraniční literatuře načerpané znalosti aktuální situaci na našem kapitálovém trhu.

Všem patří můj vřelý dík!

Výkon práv akcionáře z pohledu corporate governance v prostředí globálních akciových trhů

Úvod

Vývoj v oblasti kapitálových trhů přinesl mnohé nové prvky do vztahu mezi akcionářem a akciovou společností. Zvýšený zájem o investování do akcií ze strany veřejnosti,¹ zavedení moderních informačních a komunikačních technologií a v neposlední řadě také internacionálizace akcionářské struktury společností podnítily rozsáhlou legislativní aktivitu v oblasti práva kapitálových trhů.

Překvapení však může nastat, pokud reflektování tohoto vývoje budeme hledat v oblasti práva akciových společností. Přibyla sice mnohá ustanovení, která mají za následek de facto rozštěpení právního režimu akciových společností na kótované akciové společnosti a akciové společnosti, jejichž akcie nejsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu,² základní organizační koncepce akciové společnosti, jak byla vytvořena v 19. století, se však v podstatě nezměnila.³

Přestože dnes všechny důležité burzy cenných papírů fungují jako burzy elektronické a i akcie na nich obchodované je možné kupit například jednoduše prostřednictvím Internetu,⁴ výkon práv s nimi spojených překvapivě takto jednoduchý není. Zákonodárci požadují, aby společnosti konaly valné hromady pro sta tisíc svých akcionářů a nechávají bez povšimnutí, že se jich akcionáři prezenčně neúčastní.⁵ Netřeba

¹ Tento trend v Evropské unii zmiňuje např. Hartmann P., Maddaloni A., Manganelli S. Working paper No. 230. The Euro Area Financial System: Structure, Integration and Policy Initiatives. 2003. 55 s., s. 28. Dostupné na stránkách Evropské centrální banky (navštíveno dne 18. 9. 2007) <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp230.pdf>.

² Černá, S. Obchodní právo. Akciová společnost. 3. díl, Praha: ASPI, 2006, 360 s., s. 36.

³ Noack, U. Hauptversammlung und Internet: Information – Kommunikation – Entscheidung. Center for Business and Corporate Law Research Paper Series No. 0005. Düsseldorf 2004. 31 s., s. 7. Dostupné na Internetu na stránkách SSRN (navštívено dne 8. 8. 2007) http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=646723#PaperDownload

⁴ Noack, U. Hauptversammlung und Internet... op. cit. s. 9.

⁵ Mnohdy by se hodilo dodat: „naštěstí se akcionáři neúčastní.“ Ani kapacitně největší sály v celém státě nejsou schopny pojmit všechny akcionáře některých společností. Příklad za všechny: základní kapitál Deutsche Telekom AG je rozvržen na téměř 4,4 miliard akcií, obchodovaných na osmi burzách světa, od New Yorku po Tokio. Zdroj: www.telekom.com.

zdůrazňovat, že v oblasti tak dynamické, jako jsou kapitálové trhy působí podobné požadavky jako čirý anachronismus.

Cílem této práce je blíže nastínit některé problémy, které v důsledku vzniku globálních akciových trhů nastaly v oblasti korporátního práva, a pokusit se nabídnout určité možnosti jejich řešení. S poukazem na evropské právo, právní úpravu v jiných státech a dosavadní výsledky celoevropské diskuze o modernizaci práva akciových společností budou analyzovány některé současné problémy právní úpravy kótovaných společností. Nutno však již předem podotknout, že ideální řešení dosud nebylo nalezeno v žádném státě, a proto je nutné si na komplexní řešení teprve počkat.

Jak již z názvu práce vyplývá, jejím předmětem není nastíněná problematika jako celek. Vzhledem k obsáhlosti matérie jsem se rozhodla zaměřit se pouze na akcionáře kótovaných společností a výkon těch jejich práv, které se přímo dotýkají oblasti správy a řízení společnosti (corporate governance). Jde o ucelenou matérii vysoké důležitosti, které se však v české literatuře věnuje velmi malá pozornost.

Seznam zkratek

AktG	Německý zákon o akciových společnostech v aktuálním znění (Aktiengesetz)
Kodex KCP	Kodex správy a řízení společnosti vydaný Komisí pro cenné papíry (v přepracovaném znění z roku 2004)
Obchodní zákoník, ObchZ	Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů
Občanský zákoník, OZ	Zákon č. 40/1964 Sb., občanský zákoník, ve znění pozdějších předpisů
Principy OECD	Principles of Corporate Governance vydané mezinárodní organizací OECD, aktuální znění z roku 2004
Směrnice o přeshraničním výkonu práv akcionářů	Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2007/36/ES ze dne 11. července 2007 o výkonu některých práv akcionářů ve společnostech s kótovanými akcemi
Transparenční směrnice	Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/109/ES ze dne 15. prosince 2004 o harmonizaci požadavků na průhlednost týkajících se informací o emitentech, jejichž cenné papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu, a o změně směrnice 2001/34/ES
Zákon o cenných papírech	Zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, ve znění pozdějších předpisů
ZPKT	Zákon č. 256/2004 Sb. o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů

Obsah

Poděkování	
Úvod	
Seznam zkratek	I.
Obsah	II.
ČÁST I. AKCIONÁŘ NA GLOBÁLNÍCH AKCIOVÝCH TRZÍCH	1
Kapitola 1: Kapitálový trh a jeho vývoj	1
1. Vstup drobných investorů	1
2. Internacionálizace a globalizace	2
3. Důsledky v oblasti akciového práva	4
4. Pasivita akcionáře	5
4.1. Fenomén tzv. racionální apatie akcionáře	5
4.2. Free-rider effect	6
4.3. Wall Street Rule – exit or vote	6
5. Důsledky v oblasti rozložení sil ve společnosti	8
6. Teorie Principal-Agent	8
Kapitola 2: Corporate governance	10
1. Definice corporate governance	11
2. Regionální rozdíly v corporate governance	13
3. Hnutí corporate governance	15
4. Kodex corporate governance v České republice	15
5. Samoregulace versus právní úprava	17
6. Reforma v duchu řádné správy a řízení společnosti	18
Kapitola 3: Poznámka ke specifikům corporate governance v České republice	19
1. Koncentrace kapitálu	19
2. Společnost s majoritním akcionářem	20
3. Vývoj koncentrace kapitálu	22
4. Spojitost standardu ochrany práv akcionářů a koncentrace kapitálu	23
5. Business Life Cycle	25
6. Shrnutí	25

Kapitola 4: Nástin dělby moci ve společnosti	27
1. Dělba moci ve společnosti	27
2. Reálná dělba moci	28
3. Idea valné hromady	28
4. Funkce valné hromady dle doktríny	29
4.1. Informace	29
4.2. Komunikace	30
4.3. Rozhodování	31
5. Další nedostatky současné podoby valné hromady	32
5.1. Náklady konání valné hromady	32
5.2. Nízká legitimita přijatých rozhodnutí	32
5.3. Renesance valné hromady	33
6. Zapojení moderních komunikačních prostředků do výkonu práv akcionářů	34
6.1. Efektivita	34
6.2. Úspora nákladů zapojením moderních komunikačních prostředků	35
Kapitola 5: Práva akcionářů	37
1. Nemajetková práva akcionáře	37
2. Problémy spojené s výkonem nemajetkových práv	38
3. Akcionářská demokracie	39
4. Právo podílet se na řízení společnosti a moderní komunikační prostředky	40
Shrnutí části I.	41
ČÁST II. VÝKON PRÁV AKCIONÁŘE NA VALNÉ HROMADĚ	42
1. Prameny právní úpravy a doporučení	42
1.1. Evropské právo – obchodní právo, právo kapitálových trhů	42
1.2. Corporate governance kodex	45
1.3. Burzovní pravidla	46
2. Analýza právní úpravy	46
Fáze I. Příprava konání valné hromady	47
1. Identifikace akcionáře	47
2. Rozhodný den a blokování akcií	49
3. Svolání valné hromady	52
3.1. Oznámení o konání valné hromady	52

3.2. Informace	54
3.3. Náležitosti	58
3.4. Lhůta	59
3.5. Právo zařazovat body na pořad jednání	60
3.6. Právo předkládat návrhy usnesení	62
4. Komunikace	64
4.1. Komunikace s vedením společnosti	64
4.2. Komunikace akcionářů mezi sebou	66
5. Zastoupení	71
5.1. Plná moc	73
5.2. Zmocněnec	73
5.3. Udělení plné moci a její oznámení společnosti	76
5.4. Udělení pokynů zmocněnci	77
5.5. Výkon práv zmocněncem	78
6. Autentifikace akcionáře	79
Fáze II. Schůze valné hromady	80
1. Virtuální valná hromada	81
1.1. On-line valná hromada	81
1.2. Kybernetická valná hromada	83
2. Valná hromada konaná prostřednictvím videokonference	84
3. Hlasování	85
3.1. Korespondenční hlasování	86
3.2. Elektronické hlasování	87
4. Výkon ostatních práv během valné hromady	91
4.1. Právo klást otázky	91
4.2. Právo předkládat návrhy	91
4.3. Právo podat protest a žádat jeho zaprotokolování	92
Fáze III. Po valné hromadě	92
1. Informace poskytované po valné hromadě	92
2. Soudní přezkum	94
Závěr	95
Literatura	I

ČÁST I. Akcionář na globálních akciových trzích

Kapitola 1: Kapitálový trh a jeho vývoj

Obchodní právo prochází v České republice již od počátku svého znovuzrození početnými reformami. V případě akciového práva bychom dokonce mohli mluvit o permanentní reformě. Nicméně úvahy o reformách akciového práva a bouřlivé diskuze o jeho dalším osudu se aktuálně neobjevují pouze u nás. Jsou jevem minimálně celoevropským, spíše však jevem příznačným pro všechny vyspělé státy světa.¹

Jednou z příčin je těsné sepětí akciového práva s právem kapitálových trhů, které je v současné době jedním z nejdynamičtějších právních odvětví vůbec. V poslední době můžeme sledovat, že právní úprava v oblasti kapitálových trhů, snažící se zajistit jejich transparentní fungování a ochranu investorů, akciové právo dokonce přehluší. Akciové společnosti, jejichž akcie jsou obchodovány na regulovaném trhu, a dokonce i jejich akcionáři, jsou podrobovány stále vyšším a přísnějším požadavkům.

1. Vstup drobných investorů

Vysokou legislativní aktivitu především ochranářského charakteru si vynutil zejména vstup masy drobných akcionářů na kapitálové trhy, což pozorujeme i v České republice.² Zájem o investování do akcií se ve světové ekonomice projevuje zhruba od poloviny devadesátých let minulého století a je do značné míry spojen s poklesem úrokových sazeb z bankovních vkladů.³

Ochrana investora prostřednictvím právní regulace kapitálových trhů a ochrana akcionáře, jakožto společníka společnosti, spolu velmi úzce souvisí a vzájemně se ovlivňují. Rozdíly v těchto dvou blízkých oblastech nicméně nalezneme nejen

¹ Zetzsche, D. Shareholder Interaction Preceding Shareholder Meetings of Public Corporations – A Six Country Comparison. Center for Business and Corporate Law Research Paper Series No. 0002. Düsseldorf 2005. 44 s., s. 5. Dostupné na Internetu na stránkách SSRN http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=624241#PaperDownload (navštíveno dne 18. 9. 2007); Čech, P. Sarbanes-Oxleyův zákon dobyl evropské právo společností. Právní zpravodaj č. 12/2006. C. H. Beck.

² Zpráva o situaci na českém kapitálovém trhu 2005. Dostupná na Internetu na stránkách ČNB, s. 2 http://www.cnb.cz/www.cnb.cz/cz/dohled_fin_trh/dohled_kapitalovy_trh/zpravy_o_situaci.html (navštíveno dne 18. 9. 2007).

³ Černá, S. Obchodní právo. Akciová společnost... op. cit. s. 36.

v předmětu úpravy, ale i v účelu, který sledují. Ochrana akcionáře v právu akciových společností chrání akcionáře jakožto společníka a „konečného vlastníka“ společnosti, který poskytl část majetku akciové společnosti v podobě vkladu. Akciové právo tedy chrání zejména jeho členská a majetková práva ve společnosti, sdružení založenému za účelem vytyčeným v zakladatelské smlouvě, resp. stanovách. Naproti tomu právo kapitálových trhů se primárně snaží zajistit právní podmínky fungování efektivních, transparentních kapitálových trhů a k tomuto používá především kogentní veřejnoprávní metodu právní úpravy.

2. Internacionálizace a globalizace

Další významný faktor, který iniciuje legislativní činnost v oblasti práva kapitálových trhů, jsou dalekosáhlé změny, kterým jsou vystaveny. Trend globalizace světové ekonomiky se dotkl i oblasti finančních trhů, jehož jsou kapitálové trhy součástí, a můžeme konstatovat internacionálizaci obchodu na nich.

Existují dvě hlavní příčiny tohoto vývoje. (i) Na jedné straně je to liberalizace světového obchodu a devizových režimů, kdy byly odstraněny institucionální bariéry obchodní výměny a kapitálových toků, a na straně druhé (ii) je to dynamický vývoj moderních telekomunikačních a informačních technologií.⁴ Nové technologie umožnily růst spolehlivosti a rychlosti výměny dat a zajistily, že obchody s cennými papíry uzavírané na dálku se staly snazší a bezpečnější. Tímto se postupně de facto stírají nevýhody spojené s geografickou vzdáleností smluvních stran.⁵ Ztechnizování, zjednodušení, zrychlení, ale i zlevnění přeshraničního obchodu s cennými papíry přispělo k jeho mohutnému rozvoji, přičemž vzhledem k zastupitelnosti cenných papírů, umožňující jejich obchodování bez jakéhokoli „transportu zboží“, představuje obchod s cennými papíry dnes nejprominentnější příklad elektronického obchodu (*electronic commerce*).⁶ Vzhledem k neustále se zvyšující oblibě Internetu lze předpokládat, že objem obchodů se bude i nadále zvyšovat.

⁴ Hopt K. J., Bernd R., Baum H. Börsenreform: eine ökonomische, rechtsvergleichende und rechtspolitische Untersuchung. Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 1997. 1412 s., s. 154.

⁵ Issing O. The Globalization of Financial Markets. Ottobeuren 2000. Dostupné na stránkách Evropské centrální banky http://www.ecb.int/press/key/date/2000/html/sp000912_2.en.html (navštívěno dne 18. 9. 2007).

⁶ Electronic commerce či E-commerce se používá pro obchodní vztahy realizované prostřednictvím elektronických prostředků, především Internetu. Hopt K. J., Bernd R., Baum H. Börsenreform... op. cit. s. 155.

„Globální trhy jsou takové trhy, na nichž působí zákon jedné ceny v tom smyslu, že je možné koupit nebo prodat stejné zboží za stejnou cenu bez ohledu na geografické vzdálenosti a místní okolnosti.“⁷ Globalizovaný trh se od globálního liší tím, že na něm při koupi a prodeji zboží existují cenové odlišnosti, jež jsou spojeny s vývozem a dovozem. Internacionálizovaný trh je předstupněm globalizovaného trhu.⁸ Názory ekonomů na současný stupeň globalizace akciových trhů se liší,⁹ nicméně pro účely této práce jde o otázkou druhorádého významu. Podstatný je především fakt, že se ekonomové shodují na tom, že trend globalizace se dále prohlubuje a prozatím neexistují signály, že by se měl do budoucna změnit.¹⁰

Globalizace v oblasti finančních trhů má svá nezanedbatelná pozitiva, ale i některá negativa. Kladně působí zejména možnosti sladění nabídky volného kapitálu s poptávkou v celosvětovém měřítku, což přispívá k efektivnější alokaci kapitálu. Posiluje se konkurence, rozšiřuje se nabídka finančních produktů i služeb a investorovi se nabízí možnost větší diversifikace jeho portfolia.¹¹ Většinou je jako pozitivní vnímána i soutěž mezi právní regulací v jednotlivých státech.¹² Negativním ekonomickým důsledkem je naopak především možnost urychlení přenosu krizí přes hranice států, a to i do zemí se zdravými makroekonomickými politikami.¹³

V Evropě je proces globalizace dále urychlován a prohlubován postupným odstraňováním překážek fungování vnitřního trhu¹⁴ v oblasti kapitálového trhu a dalším postupným naplňováním svobody volného pohybu kapitálu dle čl. 56 Smlouvy o založení Evropského společenství, mimo jiné v souvislosti se zavedením jednotné měny Euro¹⁵ či jednotného evropského pasu pro emitenty.¹⁶

⁷ Erbenová M. Globalizace finančních trhů a integrace dozoru nad finančním trhem České republiky. Konference VŠFS 2005. Dostupné na stránkách České národní banky http://www.cnb.cz/www.cnb.cz/cz/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/erbenova_20050614_regularizer_konference_VSFS_prednaska.pdf (navštívěno dne 18. 9. 2007).

⁸ Erbenová M. Globalizace finančních trhů... op. cit.

⁹ Issing O. The Globalisation of Financial Markets... op. cit.

¹⁰ Issing O. The Globalisation of Financial Markets... op. cit.

¹¹ Issing O. The Globalisation of Financial Markets... op. cit.

¹² Tröger T. Choice of Jurisdiction in European Corporate Law: Perspectives of European Corporate Governance. 119 s., s. 16. Dostupné na stránkách Harvard Law School (navštívěno dne 18. 9. 2007) http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/corporate_governance/papers/Oberman2004_Troeger.pdf.

¹³ Erbenová M. Globalizace finančních trhů... op. cit.

¹⁴ Baums T. Corporate governance. Aktuelle Entwicklungen. 19 s. Dostupné na stránkách University v Trier http://www.ip.uni-trier.de/12_Baums.pdf (navštívěno dne 18. 9. 2007).

¹⁵ Hartmann P., Maddaloni A., Manganelli S. Working paper No. 230... op. cit. The Giovannini Group. Gross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union, Brusel 2001, 95 s., s. i;

I u nás najdeme praktické důkazy globalizace v reálném životě společnosti. Stále více společností obchoduje své akcie nejen na trzích Burzy cenných papírů Praha, ale rovněž na dalších burzovních trzích, zejména v Polsku, Německu,¹⁷ Londýně či USA.¹⁸ Na druhou stranu ani akcionáři nezůstávají pozadu. Mezi akcionáři českých společností se objevuje vysoké procento zahraničních investorů.¹⁹ Zejména institucionální investoři často vyhledávají své investiční příležitosti na zahraničních trzích, a zajišťují tak optimální alokaci úspor a diversifikaci rizika bez ohledu na geografické hranice.²⁰

3. Důsledky v oblasti akciového práva

Globalizace kapitálových trhů spolu se zvýšeným zájmem o investování do akcií má důležité dopady pro fungování akciových společností. Společnosti přizpůsobily emise akcií poptávce investorů, poklesla jmenovitá hodnota akcií a zároveň se značným způsobem rozrostla a internacionálizovala akcionářská obec společnosti.²¹ Zahraniční akcionáři mají možnost získat akcie nabízené na kapitálovém trhu v České republice, ať už to jsou akcie společnosti se sídlem u nás, či v zahraničí. Mnohé české společnosti se naopak rozhodly vstoupit na zahraniční trhy cenných papírů, a obstarat si tak potřebný kapitál oslovením investorů v jiných státech. Toto ovlivňuje složení akcionářů společnosti, kdy část akcionářů je své společnosti značně geograficky vzdálena.

Pokud hledáme odraz tohoto vývoje v právu akciových společností, hledáme prozatím marně. Na rozdíl od práva kapitálového trhu, kde zákonodárci jsou schopni (a zejména nuceni) „držet krok s dobou,“ akciové právo odpovídá koncepcně spíše realitě někdy v 19. století.²² Výkon práv akcionáře, vázaný z velké části na prezenční účast na valné hromadě, je pro většinu akcionářů spojen v současné době s příliš velkými obtížemi

¹⁶ Směrnice č. 2003/71/ES ze dne 4. 11. 2003 o prospektu.

¹⁷ Např. akcie ČEZ, a.s. jsou obchodovány hned na několika burzách v Spolkové republice Německo. Informace dostupné např. na stránkách společnosti http://www.cez.cz/presentation/cze/instance_view.jsp?folder_id=7030&instance_id=81338 (navštívěno dne 18. 9. 2007).

¹⁸ Např. akcie Komerční banka, a.s. jsou obchodovány ve formě globálních depozitních certifikátů (GDR) na Burze cenných papírů v Londýně a v systému PORTAL v USA.

¹⁹ Seznamy zahraničních osob působících na našem území vede Česká národní banka. Dostupné na Internetu http://www.cnb.cz/export/CZ/Seznamy_a_pohledy/Seznam_roli.page (navštívěno dne 18. 9. 2007).

²⁰ Hopf K. J., Bernd R., Baum H. Börsenreform... *op. cit.* s. 154.

²¹ Černá, S. Obchodní právo. Akciová společnost... *op. cit.* s. 226. Poukazuje na vhodnost reformy akciového práva v oblasti úpravy valné hromady právě z důvodu, že řada tuzemských akciových společností má výlučně zahraniční akcionáře.

²² Noack, U. Hauptversammlung und Internet... *op. cit.* s. 7.

a náklady, což způsobuje, že se jí hojně vůbec neúčastní. Postavení valné hromady v hierarchii orgánů akciové společnosti, v souladu s principem přímé demokracie²³ na nejvyšším místě, lze v praxi často považovat spíše za iluzorní.

Důsledkem faktického, nikoli však z hlediska korporátního práva reflektovaného vývoje v oblasti kapitálových trhů, je velmi výrazné oslabení původní role akcionáře ve společnosti. Dochází k posilování „investorského profilu“ akcionáře na úkor jeho postavení společníka.²⁴ Řadoví akcionáři převážně nepřistupují k akciové společnosti jako k útvaru, jehož fungování by chtěli ovlivňovat, ale spíše jako k mechanismu, který má zajistit zhodnocení jejich úspor.²⁵ Toto je právem považováno některými autory za jeden z nejzásadnějších problémů současného akciového práva.²⁶

4. Pasivita akcionáře

4.1. Fenomén tzv. racionální apatie akcionáře

Jev, kdy se zejména drobní akcionáři nezapojují do správy a řízení společnosti tak, jak to právní úprava a koncepce corporate governance akciových společností předvídá, je v literatuře ekonomicky vysvětlován jako racionální apatie. To, že se akcionář chová apaticky či pasivně, odmítá se podílet na procesu tvorby vůle ve společnosti a uplatňovat kontrolní mechanismy, je sice z hlediska zdravého fungování společnosti škodlivé, nicméně z pohledu ekonomického zcela odůvodněné a racionální.

Vzhledem k vysokým tzv. transakčním nákladům, které aktivnímu akcionáři vzniknou za předpokladu, že chce plně využít svých zákonných informačních, rozhodovacích a kontrolních práv ve společnosti, se drobný akcionář chová racionálně, pokud jich nevyužije.²⁷ Užitek, který by tímto totiž mohl potenciálně získat, by byl totiž v příkrém

²³ Černá, S. Obchodní právo. Akciová společnost... *op. cit.* s. 221.

²⁴ Černá, S. Obchodní právo. Akciová společnost... *op. cit.* s. 32.

²⁵ Černá, S. Obchodní právo. Akciová společnost... *op. cit.* s. 17.

²⁶ Např. Noack U. Information, Kommunikation und Entscheidung – Zur corporate governance der Hauptversammlung europäischer Aktiengesellschaften. Dostupné na Internetu na stránkách University v Düsseldorfu <http://www.jura.uni-duesseldorf.de/service/hv/Bonn4.pdf> (navštívěno dne 18. 9. 2007); Lenz S. Die gesellschaftsbenannte Stimmrechtsvertretung (Proxy-Voting) in der Hauptversammlung der deutschen Publikums-AG, Berlin: Duncker & Humblot, 2005, 553 s., s. 27.

²⁷ Zetzsche D. Explicit and Implicit System of Corporate Control – a Convergence Theory of Shareholder Rights. Center for Business and Corporate Law Research Paper Series No. 0001. Düsseldorf 2004. 157 s., s. 2. Dostupné na Internetu na stránkách SSRN (navštívěno 18. 9. 2007) http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=600722.

nepoměru s uvedenými transakčními náklady, a proto se z ekonomického hlediska jeví rozhodnutí práva nevykonávat jako odůvodněné.

Běžný akcionář se v současné době na společnosti podílí jen nepatrnou částí. Aby diversifikoval riziko, vloží do jedné společnosti jen část svých prostředků, určených k akciovým investicím. Pro takového akcionáře je z výše uvedených důvodů racionální chovat se jako pasivní investor, nikoli jako aktivní společník.

Kontrolovat řízení společnosti je z ekonomického pohledu efektivní pouze pro akcionáře s větším podílem na společnosti, neboť jemu hrozí v důsledku nedostatečné kontroly citelnější ztráta. Pokud taková potenciální ztráta přesahuje transakční náklady spojené s účastí na řízení společnosti, teprve pak je pro akcionáře ekonomicky racionální svých práv využít.

4.2. Free-rider effect

Fenomén racionální apatie je navíc zesilován jevem označovaným jako tzv. „*free-rider effect*.“ Akcionář, který rádně využívá svých práv a dohlíží na zdravé fungování společnosti, toto činí i ve prospěch akcionářů, kteří jsou pasivní. Drobni akcionáři tedy v klidu raději spoléhají jednak na dohled akcionářů, co jsou více ekonomicky motivováni na společnost náležitě dohlížet, jednak na dohled akcionářů, kteří to činí „lépe“ (dle vnímání akcionářů),²⁸ neb se investování venují profesionálně (např. institucionální investoři). I toto rozhodnutí akcionáře je tedy založeno na racionální úvaze: pro drobného akcionáře je ekonomicky výhodnější držet své náklady na minimu a nechat rozhodování a kontrolu na ostatních. Z hlediska ekonomického toto chování zakládá problém spočívající v tom, že akcionář, který kontrolu vedení společnosti vykonává, nese všechny náklady na její výkon sám, přestože tak činí i ve prospěch ostatních akcionářů.²⁹

4.3. Wall Street Rule – exit or vote

Jak tedy reaguje racionální akcionář v případě, že není spokojen s vedením společnosti, ale zároveň se mu ekonomicky nevyplatí uplatnit právní nástroje působení na vedení

²⁸ Hendry, J., Anderson, P., Barker R., Roberts J. Responsible Ownership, Shareholder Value and the Shareholder Activism. 2004 University of Cambridge Working Paper No. 297. Dostupné newebových stránkách: <http://www.cbr.cam.ac.uk/pdf/wp297.pdf> (navštívěno dne 18. 4. 2007).

²⁹ Henry J., Sanderson P., Barker R., Roberts J. Responsible Ownership...op. cit. s. 7.

společnosti, vzhledem k vysokým transakčním nákladům? Takový akcionář volí exit ze společnosti, tedy prodej akcií a umístění své investice do jiné společnosti.³⁰ Řídí se tedy tzv. Wall-Street pravidlem, které říká: „pokud se ti nezamlouvá management, akcie prodej.“³¹

Někteří autoři nepovažují tento jev z hlediska správy a řízení společnosti za problematický, neboť tím, že akcionáři odchází ze společnosti, vyjadřují vlastně rovněž svůj názor na chování vedení společnosti a „hlasují nohama.“³² V případě významnějšího akcionáře, jehož odchod ze společnosti může způsobit snížení kursu akcií a oslabení důvěry u jiných akcionářů, může mít již jen potenciální hrozba odchodu vůči vedení společnosti disciplinující účinek.³³ S výchovným efektem spojeným s využitím tohoto práva počítá rovněž Kodex KCP (viz. dále). Uvádí, že je nezbytné tuto možnost akcionářům zabezpečit, ba dokonce je v tomto podporovat.³⁴

Chování v souladu s tímto pravidlem se nicméně jako plně racionální ukazuje pouze na efektivních kapitálových trzích. Na trzích, kde v ceně akcie nejsou přesně promítnuty všechny informace a které trpí nižší likviditou, nemusí být odchod ze společnosti vhodnou volbou. Prodej akcií může být totiž spojen s vysokými náklady na prodej.³⁵ Vzhledem k uvedenému nemusí být tedy volba odejít ze společnosti vždy levnější než aktivní zásah. Proto je nutné poskytnout akcionáři i nástroje, kterými osudy společnosti může ovlivnit.

³⁰ Hopt K. J. Modern Company and Capital Market Problems: Improving European Corporate Governance After Enron. European Corporate Governance Institute 2007, 58 s., s. 5. Dostupné na stránkách Max Planck Institutu <http://homepage.univie.ac.at/Klaus.Gugler/public/SSRN-id356102.pdf> (navštívěno dne 18. 9. 2007).

³¹ „If you do not like the management you should sell the stock“ Graman B., Dodd. D. Security Analysis. McGraw Hill. USA. 5. vydání. 2005. 745 s., s. 616.

³² Bebchuk L. A. The Case for Shareholder Access: a Response to the Business Roundtable. Dostupné na stránkách Komise pro cenné papíry USA <http://www.sec.gov/spotlight/direct-nominations/bebchuk030304.pdf> (navštívěno dne 18. 9. 2007).

³³ Admati A. R., Pfleiderer P. The „Wall Street Walk“ and Shareholder Activists: Exit as a Form of Voice. Stanford University 2005. Dostupné na stránkách university <https://gsbapps.stanford.edu/researchpapers/library/RP1918.pdf> (navštívěno 18. 9. 2007).

³⁴ Kodex KCP, Komentář ke kapitole II., bod 12, s. 14: „Někdy akcionář zlepšení ve společnosti dosáhnout nemůže. V tomto případě se mu musí dovolit, dokonce ho mít k tomu, aby „hlasoval svýma nohami“, tj. tak, že své akcie prodá a odejde ze společnosti. Jakmile si společnost uvědomí, že akcionáři mohou takto rozhodovat, musejí si jejich požadavků a názorů, včetně institucionálních investorů, začít víc všimat.“ Hlasování nohama je nicméně pokládáno za poslední z možností, které akcionář má. Teprve za situace, kdy akcionář ani uplatněním práv na řízení společnosti nemůže zlepšení své situace ve společnosti dosáhnout, má možnost, a dokonce by to i měl udělat, přesunout svou investici do jiné společnosti.

³⁵ Zetzsche, D. Shareholder Interaction Preceding Shareholder... op. cit. s. 38.

5. Důsledky v oblasti rozložení sil ve společnosti

Důsledky výše popsaných, typických chování akcionářů jsou pro společnosti a akcionáře jako její „konečné vlastníky“ nebezpečné. Koncepční model akciové společnosti totiž počítá s aktivní účastí akcionáře. Nastalé vakuum narušuje rovnováhu sil (*checks and balances of powers*)³⁶ v základní triádě orgánů – představenstvem, dozorčí radou a valnou hromadou. Podíl akcionáře na řízení společnosti výrazně poklesl, což posílilo nezávislost rozhodování vedení společnosti, tedy moc představenstva.

6. Teorie Principal-Agent

Ekonomická teorie, která se snaží vysvětlit, jakým způsobem vedení společnosti (představenstvo) naloží s dodatečnou mocí, kterou získalo, je označována jako teorie Principal-Agent.

Vychází ze základního znaku upořádání vztahů v akciové společnosti, čímž je oddělení řízení od vlastnictví. Akcionáři vloží část svého majetku do společnosti, ale osobně se na činnosti společnosti nepodílejí, řízení i rozhodování je (až na výjimky) delegováno na představenstvo společnosti. Přitom jsou to však akcionáři jakožto „koneční vlastníci“ společnosti, kdo nese rizika neúspěchu.³⁷

Tzv. teorie Princil-Agent se snaží vysvětlit vztah členů představenstva a akcionářů. Poukazuje v první řadě na to, že každá ze stran sleduje své vlastní zájmy a cíle, které se do jisté míry rozcházejí.³⁸

Aкционář (*principal*) poskytuje společnosti majetkové zdroje a za to očekává, že společnost je využije takovým způsobem, aby byl maximalizován jeho zisk. Jeho základním cílem, se kterým do společnosti vstupuje, je tedy maximální zhodnocení jeho

³⁶ Lenz S. Die gesellschaftsbenannte Stimmrechtsvertretung... *op. cit.* s. 29.

³⁷ Berndt M. Global Differences in Corporate Governance Systems. Theory and Implications for Reforms. Discussion Paper 303/2000. Harvard Law School. 68 s., s. 7. Dostupné na Internetu na adrese SSRN (navštíveno dne 18. 8. 2007) http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=255886.

³⁸ Skutečnost, do jaké míry se rozcházejí, je mimo jiné závislá na skutečnosti, zda má společnost majoritního akcionáře, případně silnou akcionářskou skupinu. Ti totiž dokáží řídící orgány společnosti zpravidla dostatečným způsobem kontrolovat. Viz. výše vysvětlení racionální apatie akcionářů.

investice. Člen vedení (*agent*) vkládá do společnosti své dovednosti, know-how a další osobní zdroje, za což mu přísluší odměna. Ve společnosti rovněž sleduje své zájmy, což je především maximalizaci svého vlastního užitku, tedy odměny, ale i moci a důležitosti svého postavení.

I když každá ze stran sleduje své vlastní ekonomické zájmy,³⁹ v řadě situací toto nečinní problém, neb směřují ke stejnemu cíli (zjednodušeně řečeno, dobré hospodaření ve společnosti vede k růstu hodnoty akcií i zpravidla k vyšší odměně vedení). Problém nastává až tehdy, když se sledované zájmy dostávají do rozporu. Často uváděným příkladem je situace, kdy se vedení společnosti rozhodne provést akvizici, přestože není v zájmu společnosti, vede však k maximalizaci užitku členů vedení – akvizice jim zajistí, že budou stát v čele větší společnosti, což vede k růstu jejich prestiže a zpravidla i finanční odměny za její vedení.

Vzhledem k tomu, co již bylo řečeno o tom, jak se akcionář v praxi podílí na výkonu svých práv, je zřejmé, co asymetrie vznikající v důsledku pasivity akcionářů způsobuje. Vyšší nezávislost agenta, člena orgánu, jím bude užita k naplnění jeho vlastních zájmů a maximalizaci jeho individuálního užitku, což se v mnoha ohledech nemusí shodovat se zájmy akcionářů a společnosti jako takové.⁴⁰

³⁹ Nutno poznamenat, že právně vypadá situace jinak. Člen orgánu společnosti je jakožto mandatář společnosti (§ 66 odst. 2 ObchZ) povinen dle § 567 odst. 2 ObchZ postupovat v souladu se zájmy mandanta. Toto je však právní norma a ne všechno jednání, které je s ní v souladu, lze považovat zároveň za ekonomicky optimální. Prostor, který právo členovi orgánu vytyčuje, jím bude v souladu s ekonomickou teorií využit k naplnění vlastních zájmů (finančních, mocenských apod.).

⁴⁰ Berndt M. Global Differences in Corporate Governance Systems... *op. cit.* s. 10.

Kapitola 2: Corporate governance

V minulosti jsme měli příležitost již několikrát se přesvědčit, co může přílišná nezávislost managementu způsobit a jak málo někdy akcionáři tuší, co se v jejich společnosti děje. Akciové společnosti Enron, WorldCom, Vivendi, Ahold, Skandia či Parmalat se nechvalně zapsaly do moderní historie obchodního práva.⁴¹ V těchto, ale i některých dalších, jím podobných případech, byly společnosti většinou ovládnuty skupinou managerů, kterým se potom dlouho dařilo zkreslovat informace o finanční výkonnosti a hospodářských výsledcích společnosti, vedené snahou zakrýt rostoucí finanční problémy. Na účetní podvody obrovských rozměrů nepřišly ani renomované auditorské společnosti, provádějící jejich kontrolu, v omylu žili akcionáři, ratingové agentury i odborná veřejnost. Nic netušící trh zažil šok, když navenek spolehlivé a zaběhlé společnosti, patřící mezi spíše méně rizikové investice, byly v podstatě ze dne na den nuceny vyhlásit bankrot.

Tyto skandální události, které zasáhly nejprve americký, ale záhy rovněž evropský trh, vynesly mimo jiné do popředí palčivý problém potřeby zdokonalení stávajících pravidel správy a řízení společností,⁴² jímž právní rámec poskytuje právě akciové právo. Rozpoutaly se diskuze mezi odborníky mnoha států, zaměřené zejména na zlepšení, zprůhlednění a kontrolu praxe správy a řízení v obchodních společnostech,⁴³ pro což se vžil anglický pojem corporate governance, a zákonodárci urychleně začali připravovat legislativní změny dle jejich doporučení. Vždyť jen obnovení důvěry v trh, jako jeden

⁴¹ Hopt K. J. Modern Company and Capital Market Problems... *op. cit.*

⁴² I když se problémy podobného charakteru objevují jak v anglo-saském, tak v kontinentálním právním systému, je třeba neopomenout koncepční rozdíly obou systémů správy a řízení společností, stejně tak jako rozdíly v akcionářské struktuře kótovaných společností. Nedostatek kontroly managementu se zásadněji projevuje zejména ve státech s anglo-americkým právním systémem, vzhledem k tradičně mnohem nižší koncentraci kapitálu. Naopak ve státech kontinentální Evropy se potýkáme v corporate governance s problémy střetu zájmů majoritních a minoritních akcionářů. Nicméně vzhledem k tomu, že majoritní akcionář ovládne vždy i řídící orgány, otázky účinné kontroly vedení společnosti (všemi akcionáři) s tím úzce souvisí. K odlišným systémům corporate governance např.: Comparative Study of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and Its Member States. Final Report. Weil, Gotshal, Manager LL.P. jménem Evropské Komise. 2002. 112 s. Dostupné na Internetu na stránkách Evropské komise http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/corpgov/corp-gov-codes-rpt-part1_en.pdf (navštívěno dne 18. 9. 2007); Zetzsche, D. Explicit nad Implicit System of Corporate Control... *op. cit.* s. 20.

⁴³ James D. Wolfensohn, prezident Světové Banky (1995 – 2005): “The governance of the corporation is now as important in the world economy as the government of countries.” in: Battle for Corporate Honesty, The Economist: The World in 1999, s. 38.

z klíčových prvků zdravého fungování kapitálových trhů, je zárukou, že ekonomika neutrpí v důsledku bankrotu společnosti další ztráty.

1. Definice corporate governance

Pojem corporate governance, který stojí v centru současné reformní vlny v akciovém právu, pochází z anglo-saské právní oblasti a nedá se bez dalšího doslova přeložit. V češtině bývá jako ekvivalent používán nejčastěji pojem „správa a řízení společnosti,“ nicméně jeho význam je poněkud specifický. Pro srovnání v německé literatuře bývá nejčastěji přirovnáván k pojmu *Unternehmensverfassung*,⁴⁴ tedy doslova „ústava společnosti,“ který měl mimo jiné v Německu již dlouhou tradici. Problematika, která je dnes pod pojmem corporate governance zahrnována, totiž není nicméně zcela novým. Ostatně na problémy, které jsou dnes pod heslem corporate governance řešeny, upozorňoval v ekonomické teorii již Adam Smith (1776).

Corporate governance zahrnuje široké spektrum otázek, což se projevuje v nejednotnosti při definování tohoto pojmu různými autory. Zpravidla se pod tímto termínem rozumí systém, jakým jsou obchodní společnosti řízeny a kontrolovány.⁴⁵ Cílem je tedy vytvoření právního a faktického rámce pro uspořádání řízení a kontroly ve společnosti.⁴⁶ Jiní autoři zdůrazňují, že jde o soubor rámcových pravidel společnosti, zaměřený na vedení a zodpovědnou kontrolu ve společnosti.⁴⁷

Podrobnější vymezení obsahují Principles OECD, které zdůrazňují, že „řádná corporate governance by měla poskytnout náležité stimuly pro představenstvo a management, aby sledovaly cíle, které jsou v zájmu společnosti a jejích akcionářů, a měla by usnadnit efektivní monitoring.“⁴⁸ Jde tedy o vytvoření co možná nejfektivnější struktury správy

⁴⁴ Ringleb H. M. a kol. Kommentar zum Deutschen Corporate Governance Kodex. C. H. Beck 2005 Mnichov. 2. vydání. 377 s., s.11; jiní autoři jej přirovnávají rovněž k pojmu „Unternehmensorganisation,“ tedy organizační struktura společnosti.

⁴⁵ „Corporate governance ... is usually understood as the system by which the companies are directed and controlled.“ Zpráva o modernizaci práva obchodních společností a zdokonalení corporate governance společnosti v EU – Plán postupu [Brusel, 21. 5. 2003, COM (2003) 284 final], s. 10; dostupné na Internetu na stránkách Evropské komise (navštívěno dne 18. 9. 2007) http://ec.europa.eu/internal_market/company/modern/index_en.htm. Definice je převzata z tzv. Cadburyho zprávy.

⁴⁶ Ringleb H. M. a kol. Kommentar... op. cit. p. 11 („corporate governance bezeichnet den rechtlichen und faktischen Ordnungsrahmen für die Leitung und Überwachung eines Unternehmens.“).

⁴⁷ Buck-Heeb, P. Kapitalmarktrecht, C.F.Müller Verlag, Heidelberg 2006, 249 s., s. 20.

⁴⁸ OECD Principles of Corporate Governance: 2004. Poprvé vydány 1998. Přepracovaná verze z roku 2004 dostupná na stránkách mezinárodní organizace OECD (navštívěno dne 18. 9. 2007) <http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>.

a řízení společnosti, která zabezpečí možnost jejího maximálního rozvoje⁴⁹ a zároveň zajistí transparentnost a „čitelnost“ jejího řízení pro veřejnost.⁵⁰

Z uvedených definic vyplývá, že corporate governance reaguje na rizika vznikající v důsledku oddělení řízení od vlastnictví ve vztahu Principal-Agent, tak jak byla výše popsána. Corporate governance vychází z organizační struktury akciové společnosti, ale zaměřuje se na úspěšné vedení akciové společnosti a její kontrolu. Nezabývá se pouze analýzou regulace, ale také vnitřními rozhodovacími strukturami, tedy strukturami, v jejichž rámci padají rozhodnutí o dalším osudu společnosti.⁵¹

V rámci corporate governance je přitom někdy rozlišováno mezi interním a externím pohledem. Pod pojmem interní corporate governance se potom rozumí zejména otázky postavení, kompetence a vzájemné spolupůsobení orgánů společnosti. Zvláštní důraz je především kladem na řádnou a účinnou vnitřní i vnější kontrolu společnosti, včetně nezbytnosti nezávislého a důsledného auditu. Právě interní corporate governance se zabývá vztahem mezi vedením společnosti k různým zainteresovaným skupinám (tzv. *stakeholders*) jako jsou zaměstnanci, věřitelé a především akcionáři.

Na druhou stranu externí corporate governance se zabývá vytvořením podmínek pro plné rozvinutí sil působících na kapitálových trzích, a to zejména uplatněním trhu kontroly společnosti (*Markt für Unternehmenskontrolle, market for corporate control*). I tyto tržní tlaky totiž přispívají k disciplíně členů orgánů společnosti. Otázky externí corporate governance spadají převážně do práva kapitálových trhů, ale částečně s nimi souvisí i nastolení podmínek pro rozvinutí soutěže mezi právními úpravami jednotlivých států (*market for corporate charters*), neb ta, dle v literatuře převládajících názorů,⁵² má pozitivní vliv na kvalitu právní úpravy v dotčených státech.

V rámci debaty o corporate governance je hledána cesta, jak všechny výše uvedené elementy vhodně spojit tak, aby byl vytvořen optimální rámec pro efektivní a transparentní správu a řízení akciových společností.

⁴⁹ V přístupech v jednotlivých státech nepanuje shoda o tom, co by mělo být základním cílem, o který by vedení společnosti mělo usilovat. Problematika "maximisation of shareholder value" versus "maximisation of stakeholder value" (viz dále).

⁵⁰ Černá, S. Obchodní právo. Akciová společnost... *op. cit.* s. 271.

⁵¹ Heckelmann M. Hauptversammlung und Internet, 2006, Baden-Baden, 234s., s. 55.

⁵² Bebchuk L., Cohen A. Firm's Decision Where to Incorporate, Discussion Paper No. 351, 02/2002 Journal of Law and Economics, 2003 Harvard John M. Olin Center for Law, Economics, and Business, discussion paper No. 351.

V této souvislosti je rovněž často užíván pojem jinak známý především z ústavního práva, a to systém brzd a protivah (*checks and balances of powers*).⁵³ Cílem je totiž zajištění takového rozložení moci ve společnosti a zavedení takových mechanismů, které zajistí, že každá ze složek moci⁵⁴ může na jedné straně efektivně vykonávat úkoly jí svěřené, ale na druhé straně nemůže své postavení svévolně zneužívat a zejména není schopna si usurpovat část moci náležející složce jiné. Tento princip brzd a protivah míří nejen proti nebezpečím spojeným s omnipotentním představenstvem, ale i proti zneužívání moci jinými složkami, typicky např. zneužití práva akcionáře domáhat se, aby soud vyslovil neplatnost usnesení valné hromady (§ 183 odst. 1 s odkazem na § 131 ObchZ), které může být pro společnost v extrémních případech neméně nebezpečné.

2. Regionální rozdíly v corporate governance

Corporate governance není ve všech státech uniformní, neboť je modelované národní situací a snaží se najít odpovědi na problémy v daném státě. Různá právní, ekonomická a kulturní specifika dala za vznik rozdílným modelům corporate governance, reflektujícím i odlišné názory na úlohu obchodních společností a dominantní způsob jejich financování. Problémy a pohled na jejich řešení se různí, a to i v evropském prostředí.

Typickým případem odlišného pojetí corporate governance v různých státech je podoba vedoucího orgánu společnosti (monistická nebo dualistická organizační struktura), nicméně s problematikou práv akcionářů blízce souvisí zejména rozdílné stanovení základního cíle společnosti, o který by vedení společnosti mělo usilovat. V anglosaských zemích převládá názor, že by společnost měla být vedena tak, aby byla především maximalizována hodnota akcionářovy investice (*maximalisation of shareholder value*). Na druhou stranu v kontinentálních státech se častěji hovoří o obtížnější determinovatelné maximalizaci užitku všech zainteresovaných skupin (*maximalisation of stakeholder value*).⁵⁵ Vezmeme-li v úvahu, že mezi zainteresované

⁵³ Lenz S. Die gesellschaftsbenannte Stimmrechtsvertretung... op. cit. s. 29.

⁵⁴ V současnosti je často za čtvrtou složku moci považován auditor, který však orgánem společnosti není. Jeho úkol je sice omezen pouze na ověření účetní závěrky a výroční zprávy společnosti, nicméně právě výsledky zaznamenané v těchto dokumentech představují pro investory jedno z nejdůležitějších kriterií rozhodování.

⁵⁵ V obchodním zákoníku nalezneme několik indicií ospravedlňujících názor, že členové představenstva akciových společností se musí orientovat na maximalizaci užitku zainteresovaných skupin.

skupiny patří akcionáři, zaměstnanci, poskytovatelé cizího kapitálu, ale také dodavatelé, obchodní partneři a zákazníci,⁵⁶ je vidět, že zájmy těchto jednotlivých skupin mohou být velmi odlišné, až protichůdné a nalezení smíru mezi nimi není jednoduchým úkolem. Takové vytyčení cíle společnosti je mnohem méně pragmaticky uplatnitelné, a zůstává tedy pouze jakýmsi leitmotivem, ideálem, ke kterému se vedení snaží přiblížit. Při aplikaci cíle v podobě maximalizace zvyšování hodnoty společnosti pro akcionáře tyto problémy nevznikají, neb kritéria jako výše dividendy a růst kurzu akcií jsou přímočaré.

V Evropě jsou v současné době vedeny mezi odborníky dlouhé diskuze ohledně stanovení cíle vedení společnosti. V souvislosti s právy akcionářů má toto zejména význam při zodpovídání otázky, zda lze legitimně prosazovat podporu akcionářské demokracie (viz. dále) a posílení práv akcionářů, pokud zároveň nebudou posílena práva ostatních zainteresovaných skupin.

I když je pravdou, že při podnikání nezáleží pouze na poskytovatelích vlastního kapitálu a ostatní zainteresované skupiny jsou rovněž důležitým článkem fungování společnosti, je nutné vzít v potaz, že ostatní zainteresované skupiny stojí vůči společnosti ve smluvním postavení, a jsou tedy vybaveny právními prostředky, kterými se svých nároků mohou domáhat.

Akcionáři jsou ti, kteří nesou podnikatelské riziko. Po dobu trvání společnosti ani v případě jejího zrušení nejsou oprávněni požadovat vrácení svých vkladů (**§ 179 odst. 2 ObchZ**) a hrozí, že v případě likvidace či insolvence o svou investici zcela přijdou. Věřitelé společnosti mají vůči nim s uspokojením svých pohledávek vždy přednost. Kontrola vedení společnosti ze strany akcionářů je tedy plně legitimní.

Dovozovat to můžeme např. z ustanovení § 183a odst. 10 písm. c) ObchZ, které při nabídkách převzetí požaduje po členech představenstva a dozorčí rady, aby jednali v zájmu nejen všech vlastníků účastnických cenných papírů, ale rovněž v zájmu zaměstnanců a věřitelů. Vedle toho i zastoupení zaměstnanců v dozorčí radě (**§ 200 ObchZ**) mimo jiné znamená, že zájmy zaměstnanců musí být při vedení společnosti zohledňovány. Konečně i věřitelé mají v určitých situacích možnost do rozhodování společnosti zasáhnout, např. shromáždění vlastníků dluhopisů dle § 21 zákona č. 190/2004 Sb. o dluhopisech.

⁵⁶ Kodex KCP... op. cit. Příloha č. 3. Průvodce nejlepší praxe pro představenstva v České republice. s. 44.

3. Hnutí corporate governance

Počátek intenzivní debaty o corporate governance se datuje již na začátek 90. let minulého století, kdy byla publikována dnes již slavná Cadburyho zpráva. Charakteristické pro toto reformní hnutí je, že o zkvalitnění správy a řízení společnosti se nesnaží pouze zákonodárci cestou legislativních změn, ale vývoj se ubírá i cestou samoregulace.

Tento trend vyústil ve vydání množství všelijakých kodexů či souborů principů corporate governance, shrnujících standardy řádného vedení společnosti. Podobné sbírky můžeme dnes nalézt již ve většině vyspělých států na prakticky všech kontinentech.⁵⁷

Kodexům je společné, že obsahují pravidla doporučujícího charakteru. Doporučení nepředstavují bezprostředně vymahatelné právo a společnosti by se jim měly podrobovat dobrovolně, resp. pod tlakem konkurenčního boje s ostatními emitenty, tedy sankcemi převážně ekonomického charakteru. V teorii práva je tento typ pravidel označován termínem *soft law*. Pravidla představují všeobecně uznanou nejlepší praxi správy, ale nemají normativní povahu, a to ani jako obchodních zvyklostí (§ 1 odst. 2 ObchZ).

4. Kodex corporate governance v České republice

Pro společnosti v České republice mají zatím význam především dva kodexy. Jednak jde o kodex **Principy corporate governance**, vypracovaný mezinárodní organizací OECD,⁵⁸ jednak **Kodex správy a řízení společností**, sestavený Komisí pro cenné papíry (dále „Kodex KCP“).⁵⁹ Co se týče kodexu na evropské úrovni, dle vyjádření Evropské komise se zatím neuvažuje o vypracování jednotného kodexu pro celou Evropskou unii. Přes značné rozdílnosti v právní úpravě akciového práva, vykazují kodexy v jednotlivých státech samy o sobě již značnou konvergenci a vzhledem k uplatňovanému principu „aplikuj nebo vysvětli“ (viz. dále) nečiní dílčí rozdíly

⁵⁷ Přehled kodexů dle jednotlivých států lze nalézt např. na stránkách Evropského Institutu Corporate Governance http://www.ecgi.org/codes/all_codes.php (navštívěno dne 18. 9. 2007).

⁵⁸ OECD Principles of Corporate Governance... *op. cit.*

⁵⁹ Původní verzi z února 2001 vypracovala pro Komisi pro cenné papíry skupina pod vedením Tomáše Ježka a za odborné spolupráce Jennie Mills a Barry Bird, British Know How Fund; přepracovaná verze z roku 2004; dostupné na stránkách České národní banky http://www.sec.cz/export/CZ/Kapitalovy_trh_podle_temat/Emitenti_cennych_papiru/Kodex_spravy_a_rizeni_spolecnosti.page (navštívěno dne 18. 9. 2007).

problémy.⁶⁰ Společnost má možnost vysvětlit, proč se daného doporučení nedrží, odkazem na jiný kodex apod. I když však není uvažováno o společném evropském kodexu corporate governance, otázky dobré správy společnosti se těší i na úrovni Evropské unie mimořádnému zájmu, což se projevuje celou sérií právních předpisů Evropského společenství, které byly přijaty, příp. jsou připravovány.⁶¹

Český kodex corporate governance vypracovala Komise pro cenné papíry na podkladě Principů OECD v roce 2001. V roce 2004 byl potom přepracován, což bylo vyvoláno potřebou aktualizovat kodex v důsledku novelizace Principů OECD a dále vydáním Zprávy Evropské komise zabývající se plánem modernizace práva obchodních společností a zdokonalením corporate governance⁶² v státech Evropské unie. Kodex obsahuje řadu doporučení převážně pro kótované společnosti, s některými doporučeními se však obrací i na jiné subjekty působící na kapitálovém trhu – ratingové agentury, auditory, či institucionální investory.

Kodex je založen na principu „aplikuj nebo vysvětli“ (*comply or explain*), stejně tak jako kodexy v jiných státech. Vyžaduje, aby společnosti uváděly ve svých pravidelných zprávách, zda dodržují doporučení kodexu, anebo aby uvedly, která doporučení a z jakých důvodů neimplementují.

KCP doporučila, aby společnosti do svých výročních zpráv zařazovaly prohlášení ohledně míry souladu jejich systémů správy a řízení s doporučeními v kodexu uvedenými, dle principu aplikuj nebo vysvětli.⁶³ Bohužel toto se u nás nesetkalo prozatím s velkou odevzrou. Přestože kodex věnuje např. právům akcionářů celou kapitolu,⁶⁴ v praxi se jeho působení v podstatě neprojevilo.

Situace by se mohla zlepšit implementací čl. 46a směrnice o účetních závěrkách některých forem společnosti.⁶⁵ Dodržování pravidel corporate governance je sice

⁶⁰ Zpráva o modernizaci práva obchodních společností... *op. cit.* str. 17.

⁶¹ Bliže viz. Zpráva o modernizaci práva obchodních společností... *op. cit.* Příloha č. 1.; vyjádření k relevanci jednotlivých okruhů reforem v současnosti je dostupné na adrese Evropské komise http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/consultation/final_report_en.pdf (navštívěno dne 18. 9. 2007).

⁶² Zpráva o modernizaci práva obchodních společností... *op. cit.* s. 10.

⁶³ Kodex KCP. Kapitola V. písm. A. bod 8.

⁶⁴ Kodex KCP. Kapitola II.: Práva akcionářů a klíčové vlastnické funkce.

⁶⁵ Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2006/46/ES ze dne 14. června 2006, kterou se mění směrnice Rady 78/660/EHS o ročních účetních závěrkách některých forem společnosti, 83/349/EHS o konsolidovaných účetních závěrkách, 86/635/EHS o ročních účetních závěrkách a konsolidovaných účetních závěrkách bank a ostatních finančních institucí a 91/674/EHS o ročních účetních závěrkách

založeno stále na tomtéž principu, nicméně povinnost začleňovat do výroční zprávy tzv. výkaz o správě a řízení společnosti (*corporate governance statement*) stanoví jako povinnost právní. Výkaz bude muset splňovat předepsané minimální požadavky. Musí obsahovat odkaz na zásady správy a řízení, které se společnost rozhodla používat, či které se na společnost vztahují, anebo veškeré důležité informace o postupech správy a řízení, uplatňovaných nad rámec požadavků vnitrostátního práva. Pokud se společnost odchylí od těchto zásad, bude povinna ve výkazu vysvětlit, od kterých částí se odchyluje a jaké důvody ji k tomu vedou (aplikuj nebo vysvětli).

Zakotvení této právní povinnosti sleduje posílení tlaku trhu, který se stará o prosazení pravidel corporate governance u společnosti. Každý účastník bude mít možnost snadno prověřit, do jaké míry se daný emitent řídí všeobecně uznanými doporučeními nejlepší správy. I když pravidla obsažená v kodexu mají stále povahu *soft law*, povinnost podat výkaz bude povinností právní, tedy právně vymahatelnou. Tento model se ve státech, kde již existuje, poměrně osvědčil a je dobré akceptován⁶⁶ a mohl by pomoci prosazovat pravidla nejlepší správy i u nás.

K tomu je však nutné vzít v potaz i kvalitu prosazovaných doporučení. Po implementaci směrnice se budou české kótované společnosti zpravidla vymezovat právě vůči Kodexu KCP. V této souvislosti bývá však upozorňováno na četné nepřesnosti a chyby, které obsahuje, a doporučená je tedy jeho revize.⁶⁷ Nutno podotknout, že vzhledem k tomu, že kodex vychází z Principů OECD, mezinárodního dokumentu určeného primárně vládám členských států, je pro praktické použití společností mnohdy příliš abstraktní.

5. Samoregulace versus právní úprava

Z uvedeného popisu vyplývá, že při prosazování pravidel corporate governance se uplatňují dva různé mechanismy. Jednak se jedná o obecně závazná pravidla obsažená v právních předpisech, jejichž dodržování je mocensky vynutitelné státním donucením, jednak se jedná o pravidla doporučujícího charakteru, která nejsou právně závazná

a konsolidovaných účetních závěrkách pojišťoven. Lhůta pro transpozici směrnice do národních úprav uplyne 5. září 2008.

⁶⁶ Heckelmann M. – Hauptversammlung und Internet... op. cit. s. 75. Autor uvádí, že i když v německé právní teorii je o povaze tohoto regulačního modelu živě diskutováno, v praxi se ukázal jako úspěšný, je dobré akceptován a kótované společnosti se doporučním velkou měrou podrobují.

⁶⁷ Čech, P. Sarbanes-Oxleyův zákon... op. cit.

a jejich dodržování je zajišťováno sankcemi převážně ekonomického charakteru. Vzhledem k tomu, že doporuční kodexů obsahují základní etické zásady a pravidla racionální organizace správy a řízení společnosti,⁶⁸ společnosti, která doporučené zásady nerespektuje, hrozí ztráta důvěry investorů, a tedy menší zájem o její akcie. V některých státech jsou známy i kodexy vydávané organizátory kapitálového trhu a zde potom bývá sankcí odmítnutí kótace akcií na daném trhu, či nezařazení již kótovaných akcií do koše rozhodného pro výpočet burzovních indexů.⁶⁹

Úroveň řádné správy a řízení hraje stále významnější roli při posuzování a oceňování společnosti investory.⁷⁰ Dodržování principů řádné správy je i jedním z faktorů, který zvyšuje důvěru konečných vlastníků, akcionářů, v řízení společnosti.

6. Reforma v duchu řádné správy a řízení společnosti

Jak bylo popsáno v první kapitole, současné akciové správo potřebuje reformu, která jej přiblíží potřebám praxe. Při ní je však nezbytné vycházet z principů corporate governance, které zajistí nastolení optimálního rámce pro správu a řízení společnosti. Přítomnost efektivního systému corporate governance, v rámci individuální společnosti i napříč národní ekonomikou, pomáhá dosažení stupně jistoty, který je nezbytný k řádnému fungování tržního hospodářství.⁷¹

Hlavní břímě spočívá nicméně na samotných společnostech, jakým způsobem zákonné předpisy a doplňující nezávazná doporučení v praxi implementují.⁷² Přestože empirická literatura potvrzuje, že společnosti s vyššími nároky na corporate governance dosahují vyšší tržní hodnoty,⁷³ neboť se těší větší důvěře investorů, u nás se inovace prosazují jen váhavě. Snad právě zavedení povinnosti uveřejnit postoj společnosti k pravidlům nejlepší správy v podobě výkazu o správě a řízení společnosti zvýší jejich motivaci, a pomůže tak rozvinout jejich větší soutěživost a působení trhu.

⁶⁸ Černá, S. Obchodní právo. Akciová společnost... *op. cit.* s. 273.

⁶⁹ Černá, S. Obchodní právo. Akciová společnost... *op. cit.* s. 274.

⁷⁰ Kavalíř P. Hodnocení corporate governance v České republice. Working Paper CES VŠEM 14/2005, 36 s., s. 3. Dostupné na internetových stránkách Vysoké školy ekonomie a managementu www.vsem.cz/data/docs/gf_WPNo14.pdf (navštívěno dne 18. 9. 2007).

⁷¹ OECD Principles of Corporate Governance... *op. cit.* Preamble, str. 11.

⁷² Podobně rovněž Cadburyho zpráva... *op. cit.* bod 3.13.

⁷³ Kavalíř P. Hodnocení corporate governance... *op. cit.* s. 17.

Kapitola 3: Poznámka ke specifikům corporate governance v České republice

Téma, kterým se zabývá tato diplomová práce, je v posledních letech tématem často diskutovaným nejen mezi evropskými právníky, ale i odborníky jiných kontinentů. V České republice je problematika spojená s výkonem práv akcionáře, tak jak je o ní pojednáno v této práci, poněkud opomíjena. Přesto však představuje velmi důležitou oblast, jejíž právní úprava naléhavě vyžaduje modernizaci.

1. Koncentrace kapitálu

Mohlo by se zdát, že část problémů, které jsou zde popisovány, nedoléhá v praxi na české společnosti tak tíživě, jak je popisováno a jak je tomu v jiných státech. Nicméně i u nás platí, že drobní akcionáři se vzhledem k výše popsaným důvodům zřídka účastní valných hromad, a nevykonávají tedy své právo účastnit se na řízení společnosti.⁷⁴

Vzhledem k aktuální akcionářské struktuře českých kótovaných společností však toto přímo nezpůsobuje nedostatek kontroly managementu. Každá z těchto společností⁷⁵ má svého majoritního akcionáře, který na činnost vedení společnosti náležitě (alespoň z hlediska výše popsaných teorií) dohliží. Akcionářská struktura našich společností je v porovnání s ostatními evropskými státy mimořádně koncentrovaná a české kótované akciové společnosti s rozptýlenou akcionářskou strukturou u nás prozatím neexistují.⁷⁶

I když z hlediska fungování kapitálových trhů a potažmo i národní ekonomiky se ukazuje rozptýlená struktura společností jako vhodnější forma vzhledem k tomu, že přináší především aktivnější a likvidnější trhy, vyšší cenu akcií, a tudíž i levnější obstarání kapitálu pro společnosti, odpověď na otázku, jaká z těchto dvou forem

⁷⁴ Valných hromad se u nás v průměru účastní méně než jedno procento drobných akcionářů. Havel J. Úvod do úpravy kapitálových trhů. Praha, Karolinum 2000, 278 s., s. 57.

⁷⁵ Zde jsou zejména uvažováni emitenti blue chip akcií, tedy české kótované společnosti, jejichž akcie tvoří bázi indexu Burzy cenných papírů Praha a.s. PX. Každá z nich má v současné době hlavního akcionáře, jehož podíl na společnosti představuje minimálně 60%. V jiných společnostech dosahuje podíl hlavního akcionáře, příp. bloku velkých akcionářů často ještě vyšších hodnot.

⁷⁶ Např. v Německu je za *Publikumsgesellschaft*, tedy společnost s rozptýlenou akcionářskou strukturou, považována společnost, u které se *free float* akcií pohybuje nad 60% (kromě některých dalších parametrů). Znamená to, že minimálně 60 % akcií musí být volně dostupné investorské veřejnosti, tedy tyto akcie nejsou vlastněny strategickými investory (např. majoritním akcionářem, členy vedení společnosti apod.). Viz podrobněji: Lenz, S. Die gesellschaftsbenannte... *op. cit.* s. 49.

akcionářské struktury je tou výhodnější z hlediska corporate governance, již tak jednoduchá není.⁷⁷

Na tomto místě je však nutné poukázat na abnormalitu situace v České republice. Přestože i v ostatních státech kontinentálního právního systému dosahuje koncentrace vlastnictví vyššího stupně než ve státech common law, obě alternativy běžně koexistují. U nás se však jednak žádné společnosti s rozptýlenou strukturou nevyskytují, jednak podíl majoritního akcionáře dosahuje tak značného procenta akcií, že to má zásadní negativní vliv na likviditu a fungování trhu vůbec.

2. Společnost s majoritním akcionářem

Přítomnost akcionáře s velmi vysokým podílem na společnosti má nesmírný dopad na vztahy v ní. Zpravidla má za důsledek ještě větší pasivitu drobných akcionářů, vzhledem k jejich omezeným šancím na prosazení vlastních idejí na valné hromadě. Racionální apatie těchto akcionářů však nezpůsobuje přímo nedostatek kontroly a nezávislost představenstva. Spíše má za důsledek opomíjení části názorového spektra akcionářské obce a ještě dále utužuje postavení hlavního akcionáře, který je schopen společnost ovládnout i mnohem menší než nadpoloviční většinou.⁷⁸

Vedení společnosti často upřednostňuje sledování zájmů právě tohoto většinového akcionáře vzhledem k hrozbě odvolání z funkce (**§194 odst. 1 ObchZ**). Právo účastnit se na řízení společnosti drobných akcionářů je do značné míry neutralizováno.⁷⁹

⁷⁷ V literatuře se názory liší. Každá z forem akcionářské struktury přináší svá pozitiva i negativa. Já se ztotožňuji s názorem, že by měly existovat obě alternativy, neb ta či ona forma je vhodná pro jiný typ společnosti, příp. její jinou životní fázi (viz. níže teorie *business life cycle*). Podrobněji k této problematice: *Zetsche, D. Explicit nad Implicite System of Corporate Control...op. cit.* s.103, 106.

⁷⁸ Toto reflekтуje vzhledem ke zkušenostem i zákon při vymezení ovládající osoby v § 66a odst. 5 ObchZ. Stanoví právní domněnku ovládnutí společnosti při dosažení 40 % hlasovacích práv, zároveň však připouští, že s ohledem na akcionářskou strukturu může k ovládnutí dojít i prostřednictvím podílu menšího (§ 66a odst. 2 ObchZ). U kótovaných akciových společností stačí zpravidla podíl menší, neboť pravděpodobnost, že se na valnou hromadu dostaví všichni akcionáři, je prakticky nulová. Za minimální povinné účasti akcionářů na valné hromadě dle § 185 odst. 1 ObchZ (za předpokladu že nejde o zvláštní druh hlasování dle druhu akcií či dle § 186 4 odst. 5 ObchZ) stačí již 23 % podíl na hlasovacích právech k prosazení jakéhokoli rozhodnutí valné hromady (včetně rozhodnutí kvalifikovanou většinou dle § 186 odst. 3 a 4 ObchZ).

⁷⁹ Někteří autoři dokonce přirovnávají postavení drobného akcionáře ve společnosti ovládané majoritním akcionářem k postavení vlastníka dluhopisu. Všeobecně řečeno, drobný akcionář se zpravidla neúčastní valné hromady, dividenda vypáčená společností neodpovídá jejímu výkonu, ale spíše tomu, kolik dovolí vypllatit většinový akcionář (zpravidla dochází k zadržování zisku ve společnosti, což v dlouhodobé perspektivě opět zvýhodňuje majoritního akcionáře). Podrobněji např: *Wymeersch, E. Shareholders in Action. Financial Law Institute. Working Paper Series 2007-03. Universita Gent 2007, 14 s., s. 2.* Dostupné na Internetu na adrese http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=965661 (navštívěno dne 18. 5. 2007).

Většinový akcionář má tak možnostvládnout celou kapitálovou silou společnosti a veškerým jejím hospodářským potenciálem, přestože na jejím základním kapitálu se podílí pouze co do jeho části.⁸⁰ Lze rovněž uzavřít, že práva podílet se na řízení společnosti u majoritního akcionáře převyšují jeho práva majetková, zatímco ve společnosti s rozptýlenou strukturou zůstávají množstvím zásadně spojeny.⁸¹

Problémy corporate governance, o kterých se v této souvislosti nejčastěji hovoří, se dotýkají ochrany práv minoritních akcionářů a vytvoření zábran zneužití práv většinového akcionáře. Byť se tato práce nezabývá ochranou práv minoritních akcionářů *per se*, implementace modernizačních návrhů, zde vyslovených, by nepochybň měla pozitivní vliv i v této oblasti, hned z několika důvodů.

Předně u společností s významným majoritním akcionářem dochází často k personálnímu propojení vedoucích orgánů společnosti a majoritního akcionáře. Mechanismy kontroly vedení společnosti představují i nástroj ochrany před excesivním vlivem majoritního akcionáře. Minoritní akcionáři potřebují efektivněji dohlížet na to, zda představenstvo náležitě sleduje zájmy společnosti, tak jak mu to ukládá zákon,⁸² nikoli zájmy majoritního akcionáře, jak k tomu dochází často v praxi.

Usnadnění, zefektivnění a zlevnění výkonu práv akcionářů by dále přispělo k důkladnějšímu naplnění principu rovného zacházení se všemi akcionáři (§ 155 odst. 7 ObchZ).⁸³ Právě drobní akcionáři mají v porovnání s většinovým akcionářem vyšší náklady spojené s výkonem práv na jednu akci, a negativní aspekty současné právní úpravy tedy pocíťují silněji. V důsledku tohoto za soudobého stavu, kdy se jako jediná možná forma výkonu práv na řízení společnosti uplatňuje osobní účast na valné hromadě, či zmocnění, jsou znevýhodněni především drobní a zahraniční akcionáři,

⁸⁰ Černá, S. Obchodní právo...op. cit. s. 169.

⁸¹ Berndt, M. Global Differences...op. cit. s. 10.

⁸² Obchodní zákoník sice explicitně neformuluje povinnost řídit se při výkonu funkce člena představenstva zájmy společnosti, nicméně toto vyplývá z právní úpravy mandátní smlouvy, která se subsidiárně aplikuje na vztah člena představenstva a akciové společnosti (§ 66 odst. 2 ObchZ). Zájem společnosti nelze ztotožňovat se zájmem majoritního akcionáře. Z hlediska corporate governance se v našem právním systému uplatňuje zásada *stakeholder value* (viz. výše), z čehož je nutné dovozovat, že představenstvo je povinno nejen se řídit zájmy všech akcionářů, ale má i povinnost respektovat a sladit zájmy všech zainteresovaných skupin, tedy i zaměstnanců, věřitelů, dodavatelů a zákazníků.

⁸³ Princip rovnosti společníků je u akciové společnosti modifikován její kapitálovou povahou. Rozsah práv se odvíjí od podílu společníka na základním kapitálu společnosti, tedy nominální hodnoty akcií, jejich počtu a případně též jejich druhu. Hovoří se tedy zpravidla o rovnosti akcií. Černá, S. Obchodní právo...op. cit. s. 159.

kterým toto přináší neúměrné náklady Chtějí-li se chovat racionálně, nezbývá jim nic než na výkon těchto práv rezignovat.

3. Vývoj koncentrace kapitálu

Tématem výkonu práv akcionářů a vnitřními kontrolními mechanismy je třeba se zabývat i z toho důvodu, že podoba akcionářské struktury, tak jak ji sledujeme dnes, nemusí u nás představovat stav definitivní.

I když vyšší koncentrace kapitálu je charakteristická i pro zbytek kontinentální Evropy a financování prostřednictvím cizího kapitálu si i zde zachovává značnou důležitost, v západní Evropě nedosahují plošně hlavní akcionáři tak vysokých podílů, jako v České republice. Neúčast akcionářů na valných hromadách je z tohoto důvodu pociťována jako značně znepokojující problém. Nízká účast na valných hromadách navíc posiluje postavení akcionářů, kteří se jí účastní. Za těchto okolností není problém pro akcionáře s poměrně nevýznamným podílem na hlasovacích právech získat při rozhodování, pomocí vytvoření blokační menšiny a nátlaku na vedení společnosti, důležité slovo, čehož někteří akcionáři využívají ve svůj prospěch a k prosazení vlastních zájmů.⁸⁴

Jak již bylo řečeno, vzhledem k akcionářské struktuře kótovaných společností u nás aktuálně podobné hrozby zatím nehrozí, majoritní akcionáři disponují dostatečnou silou, aby prosadili na valné hromadě jakákoli rozhodnutí i proti vůli všech ostatních akcionářů. Nicméně trh v České republice je velice mladý a není vyloučeno, že podobné problémy se brzy vyskytnou i u nás.

Analýza příčin koncentrace kapitálu a jeho dalšího možného vývoje u nás by jistě zabrala na samostatnou práci, takže já se omezím pouze na poukaz na vývoj, který bylo a je možné sledovat v Německu, Nizozemi, Švýcarsku, či dalších státech kontinentální Evropy. Také zde byla akcionářská struktura v minulosti do značné míry koncentrovaná, nicméně zejména v posledních dvou desetiletích byl zaznamenán významný trend směřující k jejímu poklesu.⁸⁵

⁸⁴ Podobné zprávy se v Německu objevují zejména v situacích jako jsou nepřátelské nabídky převzetí, kdy poslední dobou často vstupují do hry tzv. hedge fondy. Spoléhajíc právě na nepřítomnost části akcionářů na valné hromadě, skoupí část akcií, která jim umožní zablokovat přijetí určitých rozhodnutí na valné hromadě. S takovou hrozbou potom vyvíjejí tlak na vedení společnosti a snaží se dosáhnout vlastních cílů, zejména růstu kursu akcií.

⁸⁵ Wymeersch, E. Shareholders in Action... op. cit. s. 3; Höpner, M. Jackson, G. An Emerging Market for Corporate Control? The Mannesmann Takeover and German Corporate Governance. Max-Planck-

Jako příčiny tohoto vývoje jsou uváděny faktory nejrůznějšího charakteru. Zejména je poukazováno na stále rostoucí zájem o investování do cenných papírů ze strany veřejnosti, ať už z důvodu růstu bohatství společnosti obecně, či lepšího obeznámení s fungováním kapitálových trhů a investičními instrumenty.⁸⁶ V Německu jsou jako jeden z dalších významných činitelů označovány banky, které postupně přeorientovaly své strategie a začaly se převážně orientovat na investiční bankovnictví.⁸⁷ Za další důležitý činitel bývá označováno rozvinutí trhu kontroly společnosti (*market for corporate control, Markt für Unternehmenskontrolle*) a příchod nepřátelských převzetí.⁸⁸ Právě u nepřátelských převzetí se exponenciálně zvyšuje význam drobných akcionářů, kteří jsou mnohdy jejich rozhodujícími aktéry.⁸⁹ Jejich ochota akcie prodat, či lojalita společnosti a stávajícímu vedení rozhoduje, zda se investorovi podaří získat dostatek hlasů nutných k prosazení potřebných rozhodnutí na valné hromadě.

Tyto faktory jsou uváděny jako příčiny postupného poklesu koncentrace na kapitálových trzích v jiných státech kontinentální Evropy. Je patrné, že podobné trendy mohou zapůsobit i u nás a přinést zvýšení obliby financování podnikání prostřednictvím kapitálových trhů a snížení koncentrace kapitálu.

4. Spojitost standardu ochrany práv akcionářů a koncentrace kapitálu

Ještě důraznější argument pro zaměření se na reformu akcionářských práv přináší autoři, kteří nachází spojitost mezi koncentrací kapitálu, standardem ochrany práv akcionářů a velikostí či celkovým významem kapitálových trhů v ekonomice státu. Ukazují, že velmi vysoká koncentrace kapitálu může být odrazem právě nízké úrovni ochrany práv akcionářů,⁹⁰ kdy koncentrace vlastnictví, a tím i koncentrování práv

Institut für Gesellschaftsforschung. Köln 2001, 53 s., s. 16. Dostupné na Internetu na stránkách Institutu http://www.mpi-fg-koeln.mpg.de/pu/mpifg_dp/dp01-4.pdf (navštívěno dne 18. 8. 2007).

⁸⁶ Wymeersch, E. Shareholders in Action...op. cit.

⁸⁷ Zetzsche D. Explicit nad Implicit System of Corporate Control...op. cit. s. 98; podobně také Höpner, M. Jackson, G. An Emerging Market...op. cit. s. 18, 43.

⁸⁸ Wymeersch, E. Shareholders in Action...op. cit. s. 3, 4. Jde o takové fungování kapitálového trhu, kdy kromě vnitřních mechanismů je management společnosti vystaven i kontrole a tlaku zvnějšku prostřednictvím trhu. Pokud management nepovede společnost dostatečně efektivně a nevyužije veškerého potenciálu růstu, vystavuje se nebezpečí převzetí jiným investorem. Společnost, jejíž hodnota na kapitálovém trhu je nižší než její hodnota reálná, je vždy oblíbeným terčem investora, který od akcionářů skoupí kontrolní část akcií, prosadí personální změny ve vedoucích orgánech společnosti a může zahájit restrukturalizaci společnosti s cílem zvýšení její hodnoty, a tedy i hodnoty svého podílu.

⁸⁹ Wymeersch, E. Shareholders in Action...op. cit. s. 4.

⁹⁰ La Porta, R., Florencio Lopez-de-Silanes, Shleifer, A., Vishny R. W. Law and Finance. Harvard University, University of Chicago 1998. 53 s., s. 7, 25, dostupné na Internetu (navštívěno dne 8. 9.

z akcii plynoucích, supluje právní úpravu a její vynucování.⁹¹ I největší společnosti mají v takovýchto státech majoritního akcionáře a společností s rozptýlenou strukturou se vyskytuje minimum.⁹² Akcionáři, kteří se skutečně chtějí podílet na řízení společnosti, si musí opatřit dostatečně velký podíl na akcionářských právech.⁹³ Naopak drobní akcionáři jsou méně ochotní poskytnout své prostředky společnostem, neb jsou si vědomi omezené možnosti ovlivnit jejich další osud a dodatečných rizik, která z obsazení společnosti majoritním akcionářem plynou.⁹⁴ Jsou proto ochotni kupovat akcie jen za tak nízkou cenu, že pro společnosti je neutrální si tímto způsobem kapitál pro svou činnost opatřovat a nové akcie vůbec emitovat.

V důsledku toho mají společnosti vyšší náklady s obstaráním kapitálu, musí si jej zajišťovat primárně mimo kapitálový trh, a to především v bankovním sektoru, který má potom v těchto ekonomikách mnohem důležitější roli.⁹⁵ Zakladatelé společností nejsou nuteni vzdát se většinového podílu na nich,⁹⁶ neboť toto při opatřování si cizího kapitálu nehraje roli.⁹⁷ Kótovaných společností je celkově méně, kapitálové trhy trpí nízkou likviditou⁹⁸ a jejich význam je v ekonomice celkově mnohem menší než ve státech s vysokou úrovní ochrany práv akcionářů.

Nutno říci, že přestože je tato teorie je v literatuře často citována,⁹⁹ není přijímána bez výhrad a někteří autoři ji dokonce považují za zcela mylnou a existující rozdíly v koncentraci kapitálu mezi jednotlivými zeměmi vysvětlují jinak.¹⁰⁰

2007)

<http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/rafael.laporta/publications/LaPorta%20PDF%20Papers-ALL/Law%20and%20Finance-All/Law%20and%20Finance.pdf>. Nízkou úrovní ochrany práv se zde rozumí obecně právní úprava nepříznivá pro akcionáře, zejména z hlediska jejich práv na řízení společnosti (*investor-unfriendly law*).

⁹¹ La Porta, R., Florencio Lopez-de-Silanes, Shleifer, A., Vishny R. W. Law and Finance...*op. cit.* s. 28.

⁹² La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer A. Corporate Ownership Around the World. s. 21, 34.

⁹³ La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer A. Corporate Ownership Around the World. s. 4.

⁹⁴ Zetzsche D. Explicit nad Implicit System of Corporate Control...*op. cit.* s. 114.

⁹⁵ La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer A. Corporate Ownership Around the World. s. 29.

⁹⁶ La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer A. Corporate Ownership Around the World. s. 29.

⁹⁷ Černá, S. Obchodní právo...*op. cit.* s. 199, 200. „Akcie společnosti, v níž se prosazuje jednoznačně převaha jednoho akcionáře či akcionářské skupiny, jsou na kapitálovém trhu málo atraktivní investicí. Ovládnutí číselné společnosti nebo posílení ovládajícího vlivu většinou vede k poklesu kursu akcií... a v důsledku toho ke snížení poptávky.“

⁹⁸ La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer A. Corporate Ownership Around the World. s. 32.

⁹⁹ Zetzsche D. Corporate Governance in Cyberspace – a Blueprint for Virtual Shareholder Meetings. Center for Business and Corporate Law Research Paper Series No. 0011. Düsseldorf 2005. 61 s., s. 5. Dostupné na Internetu na stránkách SSRN http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=747347 (navštívěno 18. 9. 2007).

¹⁰⁰ Zetzsche D. Explicit nad Implicit System of Corporate Control...*op. cit.* Autor tvrdí, že ochrana akcionáře v kontinentálních státech dokonce převyšuje standard ochrany práv akcionářů ve státech common law, kde je však koncentrace kapitálu tradičně mnohem nižší. Dokládá to příklady

5. Business Life Cycle

Alternativní vysvětlení nabízí např. i uvedená ekonomická teorie. Ta se zabývá jednotlivými fázemi života obchodní společnosti (*business life cycle*),¹⁰¹ a to od jejího založení, přes expanzi, získání vůdčího postavení na trhu, až po stádia končící jejím zánikem. V jednotlivých stádiích života společnosti je možné vypozorovat určité charakteristické rysy, mezi které patří i charakteristická koncentrace akcionářské struktury. Právě koncentrované vlastnictví je typické pro mladé akciové společnosti, zejména vzhledem k jejich krátké historii obchodování na kapitálovém trhu a jejich rizikovosti.¹⁰² Kótované společnosti v České republice mají za sebou rovněž doposud velmi krátkou historii na kapitálových trzích. Právě fakt, že všechny se doposud vyskytují z hlediska teorie *business life cycle* v počáteční fázi životního cyklu, by mohl být vysvětlením, proč se u nás společnosti s rozptýlenou akcionářskou strukturou zatím neobjevují.

6. Shrnutí

Tato kapitola se snažila ukázat, že problematiku aktivnějšího zapojení akcionářů do kontroly a řízení společnosti nelze ani u nás podceňovat. Koncentrace kapitálu, která faktickým způsobem prozatímně řeší některá nebezpečí, nemusí být stavem definitivním.

Česká republika, napojená na globální a evropské trhy, podléhá rovněž jejich trendům. Není tedy vyloučeno, že i nás se objeví faktory, které vedly v západní Evropě postupně k oslabení koncentrace kapitálu. Zvýšení ceny cizího kapitálu může pro některé společnosti nastat již v souvislosti se zavedením Basel II,¹⁰³ nárůst způsobí i změna v rámci české daňové reformy.

z německého či francouzského práva. Rozdíly v koncentraci kapitálu a významu kapitálových trhů vysvětlují poukazem na koncepční odlišnosti obou systémů ochrany (explicitní versus implicitní systém) a historickými okolnostmi. *Siena M. M. What Does Not Work in Comparing Securities Laws: A Critique on La Porta et al.'s methodology.* Dostupné na Internetu na stánkách SSRN <http://ssrn.com/abstract=608644> (navštívěno dne 18. 9. 2007).

¹⁰¹ Stern C. W., Stalk G. Perspectives on Strategy from the Boston Consulting Group. John Wiley & Sons. Inc. New York 1998. 305 s. Jde o teorii Boston Consulting Group – Matrix of business life cycles of a firm.

¹⁰² Zeitzsche D. Explicit nad Implicit System of Corporate Control... *op. cit.* s. 61, 103.

¹⁰³ Basel II. představuje směrnici, vydanou guvernery centrálních bank společně s vrcholnými regulátory bank, která bývá označována jako International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: a Revised Framework, the new capital adequacy framework, které se většinou zkráceně říká "Basel II Framework".

Vysokou koncentraci kapitálu bychom vzhledem k uvedenému neměli považovat za konečný stav, ale spíše za fázi vývoje našeho kapitálového trhu. Ať už se však vývoj akcionářské struktury ve společnostech ubere jakýmkoli směrem, je nezbytně nutné přizpůsobit právní prostředí v České republice evropským modernizačním směrům. Za situace, kdy evropské jurisdikce soutěží mezi sebou o přilákání společností (*market for corporate charters*), neboť ty si mohou stát sídla i kótace v rámci Evropské unie volně vybrat, by jakákoli modernizace neměla být odkládána na později. Koneckonců už nyní můžeme pozorovat příchod zahraničních kótovaných společností na náš kapitálový trh, které se státem sídla nemají společného více než právě jen toto sídlo.¹⁰⁴ Lze spekulovat jaké důvody je k usídlení v zahraničí vedly, nicméně vedle daňové optimalizace nebudou otázky korporátního práva a jeho soudního vymáhání chybět.¹⁰⁵

Zastaralá právní úprava rovněž zatěžuje a brzdí dynamiku rozvoje moderně fungujících akciových společností. Aby měly naše společnosti možnost konkurovat i co do efektivnosti správy a řízení společnosti svým protějškům z jiných států, je třeba poskytnout jim k tomu základ v podobě moderní legislativní úpravy. Zjednodušení a zefektivnění výkonu práv akcionáře a jeho dohledu ve svém důsledku posílí i důvěru v kapitálový trh České republiky a přiláká další investory i emity.

V následujících částech práce se zaměřím na oblast corporate governance, která se přímo dotýká práv akcionářů a jejich výkonu, přičemž důraz je kladen zejména na oblasti, které volají po reformách.

Zaměřím se na okruhy, kde by bylo možné práva akcionářů posílit, nebo alespoň výkon těchto práv zefektivnit, aby v důsledku byla smysluplně omezena nezávislost a moc vedení společnosti, ale zároveň aby nebylo ohroženo operativní řízení a rozhodování ve společnosti.

¹⁰⁴ Za poslední dva roky nalezneme několik příkladů hodných povšimnutí. Obě lucemburské společnosti, které jako jediné vstoupily v loňském roce na naši burzu, tedy společnost PEGAS NONWOVENS SA a ORCO PROPERTY GROUP SA, i letošní zatím jediná IPO společnosti AAA Auto Group NV se sídlem v Nizozemí, zaujmou svým významným vztahem k České republice. Dle generálního ředitele Burzy cenných papírů Praha a.s. Ing. Petra Koblice, jde v obou loňských případech o české firmy, které na náš trh vstoupily prostřednictvím účelově założené lucemburské společnosti. Zdroj: Agentura ČEKIA, server www.ipoint.cz, České firmy IPO nemají rády aneb zlomí se prokletí našeho kapitálového trhu? (navštívěno dne 18. 9. 2007) <http://ipoint.financninoviny.cz/ceske-firmy-iponemaji-rady-aneb-zlomi-se-prokleti-naseho-kapitaloveho-trhu.html>. Letmé prozkoumání geografického zaměření společnosti na jejich webových stránkách tyto závěry potvrzuji.

¹⁰⁵ Hájek, O. Osidné vábení daňových rájů, www.Ekonom.iHNed.cz, 2007, dostupné na Internetu http://finweb.ihned.cz/c4-10097860-21492670-006000_d-osidne-rajske-vabeni (navštívěno dne 8. 8. 2007).

Kapitola 4: Nástin dělby moci ve společnosti

Ještě předtím, než budou jednotlivá práva akcionářů blíže přestavena a zhodnocena z hlediska corporate governance, je třeba představit v hrubých rysech základní organizační strukturu akciové společnosti a místo akcionáře v ní.

1. Dělba moci ve společnosti

Zjednodušené schéma organizační struktury vychází z trojice základních orgánů.¹⁰⁶ Zákon označuje za vrcholný orgán společnosti valnou hromadu, představenstvo představuje orgán řídící a statutární a dozorčí rada je pověřena především kontrolní, ale v některých oblastech i rozhodovací působností.¹⁰⁷

Tento základní rámec řízení společnosti je obligatorní, jelikož zákon zásadně zakazuje vymezenou působnost přenášet na jiné orgány společnosti. Pro ostatní záležitosti mohou být vytvářeny další orgány na základě stanov (§ 173 odst. 1 písm. a) **ObchZ**). Zákon se tak snaží zakotvit určitou rovnováhu ve společnosti. V některých ohledech připomínají vztahy mezi orgány vztahy mezi složkami státní moci.¹⁰⁸

Z formálněprávního hlediska stojí na špičce hierarchie orgánů valná hromada (§ 184 dost. 1 **ObchZ**), tedy kolektivní orgán složený ze všech akcionářů společnosti. Tuto koncepci přejímá i Kodex KCP, který obsahuje ustanovení o právech akcionářů a valné hromadě hned v druhé kapitole.¹⁰⁹

Valná hromada slouží akcionářům jako fórum pro výkon jejich nemajetkových práv. Zde se rozhodují nejdůležitější otázky existence společnosti a akcionářům, jakožto koncovým vlastníkům společnosti, členové vedoucích orgánů společnosti skládají účty ze své činnosti a je na ní také rozhodováno o jejich obsazení. Akcionáři jsou schopni uplatňovat vliv na politiku podnikání společnosti sice jen zprostředkováně,

¹⁰⁶ Toto platí v případě, kdy mluvíme o České republice a jiných státech s dualistickým modelem organizační struktury. Ve státech s monistickým modelem neexistuje formální rozdělení vedoucího orgánu, nicméně (v určitých rysech podobnou) dělbu působnosti nalezneme mezi jednotlivými členy správní rady také. Blíže: Černá, S. Obchodní právo. Akciová společnost... *op. cit.* s. 219.

¹⁰⁷ Černá, S. Obchodní právo. Akciová společnost... *op. cit.* s. 220.

¹⁰⁸ Heckelmann M. Hauptversammlung und Internet... *op. cit.* s. 34.

¹⁰⁹ Kodex správy a řízení společnosti: kapitola II. Práva akcionářů a klíčové vlastnické funkce, s. 9.

ale vedení mohou efektivně kontrolovat a v hrubých rysech i směrovat.¹¹⁰

2. Reálná dělba moci

Reálné rozložení moci ve společnosti vypadá především v akciových společnostech s rozptýlenou akcionářskou strukturou zcela jinak. Valná hromada, jakožto orgán zasedající zpravidla pouze jednou ročně, navíc složená z racionálně apatických akcionářů (viz. kapitola 1), nepředstavuje v praxi ani zdaleka nejdůležitější orgán.

Moc se koncentruje především v rukou představenstva. To, jakožto orgán působící celoročně, nadaný rozsáhlými pravomocemi a disponující oproti akcionářům významnou informační výhodou, odborností, i prostředky, je v praxi současných kótovaných společností nejdůležitějším aktérem všeho dění.

Těžko si však lze představit, že by tomu mělo být jinak. Představenstvo společnosti musí být nejdůležitějším orgánem, ale ne jen fakticky, tento fakt by měla reflektovat i legislativa.

3. Idea valné hromady

Současné zákonné pojetí valné hromady mohlo efektivně fungovat někdy v 19. století, kdy se na valné hromadě scházeli akcionáři jednak žijící v bezprostřední blízkosti dané společnosti, jednak si osobně známí. Přišli se dozvědět o situaci ve společnosti, poradit se a rozhodnout o jejích dalších osudech.¹¹¹

Jak se akcionářská obec postupně rozširovala, oddalovali se zároveň akcionáři od společnosti, a to i geograficky. Fundamentální změny nastaly v důsledku výrazného zrychlení vývoje v posledních desetiletích. Vzhledem k internacionálizaci akcionářských obcí, technizaci obchodování s akcemi a růstu počtu akcionářů v jednotlivých společnostech za současného poklesu velikosti jejich podílů, došlo k velmi výraznému oslabení funkceschopnosti orgánu valné hromady.

¹¹⁰ Heckelmann M. Hauptversammlung und Internet... *op. cit.* s. 34.

¹¹¹ Noack, U. Hauptversammlung und Internet... *op. cit.* s. 7. Autor tyto akcionáře nazývá jako Schornsteinaktionäre, tedy akcionáře žijící na dohled od komínu továrny, kterou akciová společnost provozovala.

4. Funkce valné hromady dle doktríny

Dle tradiční doktríny sleduje valná hromada naplnění tří základních funkcí: (i) zprostředkování informací akcionářům; (ii) možnost komunikace; a (iii) rozhodování o vyhrazených záležitostech.¹¹² Tradiční koncept však doznal v praxi mnohých změn vzhledem k vývoji v oblasti kapitálových trhů - faktickému, ale i legislativnímu.

Jmenované funkce patří k jádru corporate governance společnosti, a je tedy nezbytné se zamyslet nad tím, do jaké míry jmenované funkce valná hromada v současné podobě vůbec naplňuje a zda je pro plnění těchto funkcí nezbytné zachovat valnou hromadu v současné podobě fyzického shromáždění akcionářů.

4.1 Informace

Pokud má být na valné hromadě rozhodováno o určitých záležitostech společnosti, logicky je nezbytné poskytnout akcionářům dostatečné informace, na jejichž základě si jsou schopni danou otázku posoudit. Výchozí funkcí valné hromady tedy bylo potřebné informace společníkům poskytnout.

V dnešní době je situace v mnohých ohledech jiná. Již dávno neplatí, že rozhodující informace se akcionář dozví na valné hromadě. Nejen že tomu tak není, ale u kótovaných společností tomu tak ani být nesmí.

Informace jsou poskytovány nejen akcionářům, ale trhu jako takovému a všem jeho účastníkům. Zdravé fungování kapitálového trhu je založeno na publicitě informací a transparenci, neboť s růstem informovanosti trhu roste kvalita investičních rozhodnutí. To vede k vyšší efektivitě trhu při alokaci finančních prostředků a nižším transakčním nákladům.¹¹³ Z tohoto důvodu jsou trhu informace poskytovány kontinuálně během celého roku.

Toto je zabezpečováno prostřednictvím systému informačních povinností tvořeného z (i) pravidelných zpráv o emitentovi a jeho hospodářské situaci podávané účastníkům

¹¹² Zetzsche, D. Virtual Shareholder Meetings... op. cit. s. 8.

¹¹³ Česká národní banka. Metodika: Průběžná informační povinnost emitentů registrovaných cenných papírů ve vztahu k cenově citlivým informacím. 30. 7. 2002. Dostupné na http://www.sec.cz/export/CZ/Kapitalovy_trh_podle_temat/Emitenti_cennych_papiru/Informacni_a_o_znamovaci_povinnost/Prubezna_informacni_povinnost.page (navštívěno 8. 8. 2007).

trhu na čtvrtletní bázi,¹¹⁴ (ii) ad-hoc informačních povinností¹¹⁵ a konečně (iii) oznamování významných podílů na hlasovacích právech na emitentovi.¹¹⁶

Kurzotvorné informace získává trh neprodleně, a proto z hlediska poskytování nových informací ztratila valná hromada kótované společnosti svůj význam. K tomu je nutné podotknout, že i kdyby tomu tak nebylo, k poskytování informací není konání prezenční valné hromady nezbytné. V současné době existují efektivnější a praktičtější způsoby šíření informací, než je fyzická účast na shromáždění. Jak doporučuje i **Kodex KCP**, kanály šíření informací musí zajišťovat poctivý, včasný a nákladově efektivní přístup k relevantním informacím pro všechny účastníky (Kapitola V. bod E.).

4.2 Komunikace

Funkce komunikace zahrnuje dvě roviny. Na jedné straně jde o komunikaci mezi akcionáři a vedením společnosti, na druhé straně mezi akcionáři navzájem. Komunikace je jakýmsi spojovacím článkem mezi informacemi a rozhodnutím. Umožňuje totiž doplnění a upřesnění informací, a vytváří tak vhodný základ pro informované rozhodnutí.

Komunikace mezi akcionáři a vedením společnosti je v současné době vyhrazena výhradně době konání valné hromady. Pokud odhlédneme od významných akcionářů, kteří mimo organizační strukturu společnosti často mohou neformálně komunikovat s členy vedoucích orgánů (což však není po právu a může se dostat i do rozporu se zásadou rovného zacházení s akcionáři),¹¹⁷ akcionář nemá právem zabezpečenou možnost v období mezi valnými hromadami s vedením oficiálně komunikovat. Jeho právo požadovat a dostat vysvětlení (§ 180 odst. 1 ObchZ) je garantováno pouze během valné hromady.

Z tohoto pohledu jde o významnou úlohu, kterou valná hromada v současné prezenční podobě plní, a je pravdou, že může být prostředky moderní komunikace zatím obtížně plnohodnotně suplována. Je nutné vzít v úvahu i význam osobní konfrontace tváří v tvář

¹¹⁴ Výroční a pololetní zpráva emitenta (§ 118, § 119 ZPKT); mezikonné zprávy vedení (čl. 6 transparentní směrnice)

¹¹⁵ § 124 a § 125 ZPKT

¹¹⁶ § 122 ZPKT

¹¹⁷ Dědič J. a kol. Obchodní zákoník – komentář, op. cit. s. 1801.

mezi členy vedení společnosti a akcionáři,¹¹⁸ neboť toto může mít pozitivní disciplinující vliv na chování managementu.

Proti praktickému významu funkce komunikace mluví skutečnost, že valných hromad se z velké části účastní zástupci akcionářů, nikoli akcionáři samotní. Krom toho se v literatuře objevují názory, že diskuze, která se na valné hromadě odvídí, není žádnou „svěží debatou,“¹¹⁹ ale spíše nestrukturovatelnou obecnou rozpravou.¹²⁰

Druhou rovinou komunikace, která se na valné hromadě odehrává, je diskuze mezi akcionáři samotnými. Její důležitost vzrůstá zejména v situacích, kdy se akcionáři snaží prosadit na valné hromadě přijetí návrhu proti vedení společnosti. Pokud nejde o akcionáře, který disponuje potřebnou většinou, musí získat pro své návrhy či kandidáty podporu. To ale není jednoduché, neb vedení společnosti disponuje oproti jednotlivému akcionáři infrastrukturou, díky které má usnadněno lobování pro svůj návrh.

Byť se komunikace mezi akcionáři může zdát jako významná funkce fyzické valné hromady, neboť akcionáři spolu mohou volně komunikovat, je třeba vzít v potaz, jak fakticky celý proces pořádání valné hromady probíhá. Vzhledem k tomu, že je běžné, že se akcionáři nechávají na valné hromadě zastupovat, není nejdůležitější samotná schůze valné hromady, ale již fáze před ní. Tehdy jsou totiž udělovány plné moci zástupcům. Vzhledem k tomu, že plná moc je často udělována s velmi konkrétními instrukcemi (ke každému jednotlivému návrhu rozhodnutí), akcionář, který by začal se sháněním podpory na valné hromadě samotné, by příliš nadějí na úspěch neměl.¹²¹

4.3 Rozhodování

Funkce rozhodování valné hromady směřuje k jádru smyslu konání valné hromady vůbec. Ostatní funkce jsou z tohoto pohledu k ní funkcemi pomocnými.

¹¹⁸ Zetzsch, D. Corporate Governance in Cyberspace... op. cit. s. 47.

¹¹⁹ Noack U. Zukunft der Hauptversammlung – Hauptversammlung der Zukunft. 2002. Dostupné na stránkách Heindrich Heine University v Düsseldorf <http://www.jura.uni-duesseldorf.de/dozenten/noack/Texte/Noack/HV%20der%20Zukunft.htm> (navštívěno 8. 8. 2007).

¹²⁰ Noack, U. Hauptversammlung und Internet... op. cit. s. 14.

¹²¹ Z USA jsou známy tzv. *proxy fights*, tedy přímo bitvy o podporu návrhů rozhodnutí a zejména kandidátů do vedení společnosti. Tyto se odehrávají právě ve fázi před schůzí valné hromady vzhledem k tomu, že v USA se valné hromady v drtivé většině účastní pouze zástupci akcionářů (*proxy*). Kampaň je často velmi nákladnou záležitostí, využívající reklamy i médií.

Jakkoli je výkon hlasovacího práva významný, přece však není podmíněn konáním valné hromady. Své „pro návrh“ či „proti návrhu“ může totiž akcionář vyknotout stejně tak dobře i jiným, snazším, rychlejším a efektivnějším způsobem než fyzickou účastí na valné hromadě. Můžeme konstatovat, že tato funkce není vůbec vázána na fyzické shromáždění a může být plnohodnotně nahrazena hlasování prostřednictvím distanční metody (viz. dále). Ani kvůli samotné funkci rozhodování nemusí být fyzická valná hromada tedy konána.

5. Další nedostatky současné podoby valné hromady

5.1. Náklady konání valné hromady

Kritika současné podoby valné hromady nicméně nekončí konstatování, že ta již nezajišťuje dostatečně své základní funkce. Mimoto je poukazováno i na nepřiměřenost finančních nákladů, které s konáním valné hromady souvisí. Akcionář je oprávněn účastnit se valné hromady i v případě, že je vlastníkem jedné akcie, z hlediska základního kapitálu zanedbatelné hodnoty. Náklady na jeho účast pro společnost však zanedbatelné nejsou.¹²²

Náklady spojené s valnou hromadou se samozřejmě násobí s množstvím akcionářů. V Německu se myšlenky upuštění od fyzického výkonu práv akcionářů začaly objevovat právě z důvodu nemožnosti zajistit dostatečně velké prostory pro obrovské množství akcionářů některých společností. Společnosti jako ku příkladu Deutsche Telekom AG se svým cca 1,5 milionem akcionářů byly a jsou schopny valnou hromadu prakticky zrealizovat jen díky vysokému procentu akcionářů, kteří se na ni nedostavují.

5.2. Nízká legitimita přijatých rozhodnutí

Nízká účast akcionářů dále zpochybňuje legitimitu přijatých rozhodnutí, neboť valné hromady se účastníci publikum není možné považovat za reprezentativní vzorek akcionářské obce.

Minimálně zastoupení bývají zpravidla především zahraniční akcionáři a drobní akcionáři obecně. Na druhou stranu se však valných hromad rádi účastní „problémoví

¹²² Noack U. Zukunft der Hauptversammlung... op. cit. s. 4. Autor poukazuje na fakt, že společnost musí v Německu vynaložit mnohdy až 500 euro za jednoho účastníka valné hromady, byť jde o vlastníka jedné akcie s jmenovitou hodnotou 1 euro.

akcionáři,“ kteří se snaží akcionářských práv zneužívat k vlastnímu prospěchu. Někteří akcionáři se valné hromady zajisté neúčastní pouze pro její značnou neefektivnost, zdlouhavost a nezajímavost.

Nízká účast způsobuje rovněž nebezpečí vzniku náhodných menšin. Pro většího akcionáře představuje zase choulostivou situaci v podobě nebezpečí splnění kritérií ovládající osoby (**§ 66a ObchZ**) a vzniku povinnosti učinit nabídku převzetí (**§ 183b ObchZ**).

5.3. Renesance valné hromady

Z uvedeného výčtu vyplývá, že současná podoba valné hromady je dále neudržitelná a je třeba provést zevrubnou reformu jejího pořádání a s ní spojeným výkonem práv akcionářů. Jak bylo popsáno, valná hromada ve své klasické podobě postupně prakticky přestala plnit podstatnou část svých funkcí,¹²³ resp. bylo konstatováno, že zajištění uvedených funkcí není vázáno na současnou podobu valné hromady.

Toto konstatování umožňuje pomýšlet na změnu podoby konání valné hromady, kdy by se zároveň vyřešily současné problémy spojené s obtížností a náklady účasti na ní. Aktivnější znovuzapojení akcionářů by přispělo k revitalizaci či „probuzení“¹²⁴ valné hromady. To by z ní pomohlo učinit opět fungující, plnohodnotný orgán společnosti, a ve svém důsledku by i přispělo ke zlepšení vnitřní kontroly ve společnosti.

I když se určité snahy reaktivovat tento orgán akcionářské demokracie¹²⁵ objevily již dříve, nebyly příliš úspěšné. Výraznější koncepční změny se objevují až v rámci hnutí corporate governance, a to zejména v rámci diskuze o systému brzd a protiváh mezi orgány akciové společnosti. Nejdůležitější je nicméně technický pokrok, který renesanci valné hromady učinil nyní prakticky proveditelnou. Digitální komunikace, řešící logistické problémy spojené s účastníky na valné hromadě a rapidně snižující náklady komunikace, se jeví jako vhodný prostředek umožňující zjednodušení, zlevnění a zefektivnění výkonu práv akcionáře.

¹²³ Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law. Brusel 2002. 165 s., s. 52. Dostupné na Internetu na stránkách EU http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf (navštívěno 8. 8. 2007).

¹²⁴ Zetzsche, D. Virtual Shareholder Meetings... *op. cit.* s. 11.

¹²⁵ Noack, U. Hauptversammlung und Internet... *op. cit.* s. 5.

6. Zapojení moderních komunikačních prostředků do výkonu práv akcionářů

Zatímco digitální technika již dokonale ovládla kapitálové trhy, korporátně právní sféru se doposud úspěšně vyhýbá. Vzhledem k úzké propojenosti obou odvětví je pochopitelné, že tento stav není do budoucna udržitelný a jeví se jako logické zapojit techniku podobně i do korporátní roviny. Moderní prostředky komunikace nabízí využití nejen při koupi akcií samotných, ale je třeba je vhodným způsobem začlenit i do procesů ve společnosti.

Pokud hovoříme o moderních komunikačních prostředcích, nabízí se především použití elektronických prostředků jako Internetu či elektronické pošty, bezpečnou metodu komunikace umožňuje však i telefon, videokonference či fax. Řada těchto prostředků komunikace je již v jiných oblastech úspěšně používána (např. internetové bankovnictví, internetový obchod).¹²⁶

6.1. Efektivita

Jak bylo konstatováno, výkon práv akcionářů a plnění funkci valné hromady nejsou vázány na fyzické shromáždění akcionářů. Moderní prostředky, umožňující rychle, levně a velmi efektivně šířit informace, komunikovat i účastnit se na rozhodování,¹²⁷ nabízí distanční výkon těchto práv, eventuelně dokonce „distanční účast“ na valné hromadě. Jejich pomocí akcionář může ze vzdáleného místa valnou hromadu nejen sledovat, ale je schopen i ovlivnit dění na ní.

Názory se různí pouze v souvislosti se zabezpečením funkce komunikace s vedením společnosti. Ta se zdá být lépe naplněna u tradičně konané valné hromady. Někteří autoři se nicméně domnívají, že i v případě jejího přenesení na kybernetickou rovinu by se její efektivita dramaticky zvýšila,¹²⁸ a navíc by se stala transparentnější. Pomocí např. internetového diskusního fóra (otázky a odpovědi), či on-line chatu, kde by měli akcionáři právo klást otázky a členové vedení by je měli povinnost v přiměřené lhůtě zodpovědět, by mohl na Internetu každý akcionář snadno nalézt odpovědi k již dříve položeným otázkám, či novou položit. I když tedy v jednotlivostech můžeme nalézt

¹²⁶ Noack, U. Hauptversammlung und Internet... *op. cit.* s. 14.

¹²⁷ Toto konstatují shodně již Kodex KCP (komentář ke kapitole II. s. 11., bod 3) i Principy OECD (Část II.: Komentář. Díl 2., bod 4, písm. c), s. 35).

¹²⁸ Noack, U. Hauptversammlung und Internet... *op. cit.* s. 28.

určité problémy, celkově přínos spojený se zavedením moderních komunikačních prostředků snadno převáží možné nevýhody.

6.2. Úspora nákladů zapojením moderních komunikačních prostředků

Kromě vyšší rychlosti a efektivity je možné očekávat i úsporu nákladů. Z počátku se toto bude týkat především akcionářů, nicméně v dlouhodobém horizontu i společnosti. Vedle nákladů na poštovné bude možné v budoucnu uspořit i náklady spojené s pořádáním schůze valné hromady. Pokud společnosti nabídnou skutečně kvalitní možnosti distančního výkonu práv, je předpoklad, že se počet takto účastnících se akcionářů bude postupně zvyšovat. Zpočátku však bude pro společnosti zavedení těchto metod komunikace představovat vysoké náklady.

Snížení nákladů a usnadnění výkonu práv akcionářů může mít především pozitivní vliv na počet akcionářů, kteří se budou účastnit na řízení společnosti, neboť klesne práh velikosti podílu, při kterém je z hlediska ekonomické teorie tato účast racionální. Výkon práv se tak stane alternativou k prodeji akcií a exitu ze společnosti, neboť již bude moci co do svých nákladů uskutečnění prodeje konkurovat. Výsledek vychází z jednoduché úvahy:

- (i) Pokud se akcionář rozhodne vykonat práva akcionáře, vzniknou mu náklady spojené se získáním informací nutných k rozhodnutí se, jak je vykonat, a velmi nízké – za předpokladu elektronického výkonu – náklady sarnotného výkonu těchto práv.¹²⁹
- (ii) Na druhé straně pokud se nespokojený akcionář chce rozhodnout pro Wall Street Rule a ze společnosti odejít, nese s sebou i tato alternativa určité výlohy. Jednak jde o náklady provedení přemístění investice z jedné společnosti do druhé, jednak jsou to náklady spojené se získáním informací potřebných pro investiční rozhodnutí. K rozhodnutí prodat akcie však akcionář potřebuje více informací než k rozhodnutí „hold,“ neboť mu nestačí pouze informace o stávající společnosti, ale i o dalších společnostech, kam by mohl potenciálně svou investici umístit.¹³⁰

¹²⁹ Zetzsche, D. Corporate Governance in Cyberspace... *op. cit.* s. 44.

¹³⁰ Zetzsche, D. Corporate Governance in Cyberspace... *op. cit.* s. 44.

Nutno přiznat, že vedle samotných nákladů existují i dalších faktory, které apatii akcionářů v současné době podporují a přispívají k převážení výběru alternativy akcie prodat (zejména možná rizika, zanedbatelný vliv ve společnosti apod.).

Z uvedeného však vyplývá, že to nejsou náklady spojené se získáváním informací, které by akcionáře demotivovaly od výkonu jeho práv. Informace si musí investor opatřit tak jako tak, jinak nebude moci úspěšně pečovat o své investice.

Toto ospravedlňuje názor, že pokud budou náklady samotného výkonu práv na řízení společnosti podstatně sníženy, stane se pro akcionáře jejich výkon efektivní. Tím bude nabídnuta šance akcionářům, kteří se na řízení společnosti chtějí podílet, ale nečiní tak kvůli jeho iracionalitě (viz. kapitola 1), snadno a za minimálních nákladů se opět do správy a řízení společnosti zapojit. To pomůže k dosažení i dalšího cíle, tedy zlepšení corporate governance akciových společností.

Kapitola 5: Práva akcionářů

Aкционář je společníkem akciové společnosti, a jeho postavení je proto v mnohém srovnatelné s postavením společníků v ostatních formách obchodních společností. Vztah mezi ním a společností je odvozen z vnesení vkladu do společnosti, tedy vložení majetku do společnosti, za což získává jako protihodnotu podíl na společnosti představovaný akcií.¹³¹ S akcií je spojen systém určitých práv a povinností, a to majetkového či nemajetkového charakteru. Přestože majetková práva mají pro akcionáře samotného zpravidla větší význam, právě ony jsou totiž obvykle motivem pro vložení majetku do společnosti, z hlediska corporate governance společnosti mají primární důležitost práva nemajetková.

1. Nemajetková práva akcionáře

Nemajetková práva umožňují akcionáři ovlivňovat dění ve společnosti. Dávají mu možnost spoluurčovat, jakým způsobem bude společnost naplňovat účel, pro který byla založena a na jehož dosažení se poskytnutím kapitálu akcionář rozhodl podílet, umožňují mu účastnit se rozhodování nejdůležitějších otázek fungování společnosti a rovněž dohlížet na její náležitou správu a řízení. Akcionáři tak může spoluurčovat způsob, jakým společnost nakládá s vklady a s dalším majetkem, který během své činnosti získala.¹³²

Nemajetková práva, označovaná jako práva účastnit se na řízení společnosti či práva politická,¹³³ zahrnují práva mající vesměs charakter práv vespolečných. Tyto akcionář nemůže vykonávat samostatně, ale pouze ve spojení s ostatními akcionáři na valné hromadě. Jde konkrétně především o práva účastnit se valné hromady, hlasovat na ní, žádat vysvětlení, vznášet návrhy a protinávrhy a další.

Jak bylo řečeno, získání práv je protihodnotu poskytnutí kapitálu společnosti. Jakkoli se toto může zdát jako přirozené, není to samozřejmostí. Významné množství finančních prostředků směruje vedle akciových investic každoročně např. do podílových fondů

¹³¹ Popř. přechodně též zatímním listem. Některá jednotlivá práva akcionáře mohou být vtělena do jiného cenného papíru, než je akcie, např. právo na dividendu v kupónu.

¹³² Černá, S. Obchodní právo. Akciová společnost... *op. cit.* s. 158.

¹³³ Černá, S. Obchodní právo. Akciová společnost... *op. cit.* s. 158.

kolektivního investování.¹³⁴ I u nich zákon předvídá možnost ustavit kolektivní orgán podílníků (shromáždění podílníků - § 84a zákona č. 189/2004 Sb. o kolektivním investování) disponující určitou vnitřní působností, jde však pouze o fakultativní a v praxi nezřizovaný orgán. Přestože poskytnutí finančních prostředků podílníkem a akcionářem má mnohé podobnosti, podílník nedisponuje podobným katalogem práv jako akcionář.

Aкционář je tedy nadán množstvím práv, kterými může ovlivnit osud své investice do společnosti, a právní koncepce řízení akciové společnosti s výkonem těchto práv počítá. Podíváme-li se ovšem na výkon těchto práv v současné době, dojdeme k neuspokojivým výsledkům. Přestože investoři platí za získání těchto práv, neboť ta jsou pochopitelně zohledněna v ceně investičního nástroje,¹³⁵ velká část těchto práv není vykonávána, či dokonce ani nemůže být vykonávána.

2. Problémy spojené s výkonem nemajetkových práv

Část akcionářů je v současné době při výkonu těchto práv fakticky značně znevýhodněna. Jde především o akcionáře nerezidenty, tedy akcionáře, kteří nemají bydliště či sídlo ve státě sídla společnosti.¹³⁶ Znevýhodněni jsou nicméně i drobní akcionáři obecně, protože výkon nemajetkových práv je spojen s citelnými náklady (časové nároky, finanční výdaje), což činí jejich výkon pro tyto akcionáře neefektivní (vynaložené náklady neodpovídají potenciálnímu přínosu).

Důsledky tohoto jevu jsou alarmující. Jednak jsou v přímém rozporu s fundamentální zásadou akciového práva, kterou je rovné zacházení s akcionáři (§ 155 odst. 7 ObchZ, čl. 65 směrnice o přijetí cenných papírů ke kótování na burze cenných papírů,¹³⁷ čl. 4 směrnice o přeshraničním výkonu práv akcionářů¹³⁸), jednak koncepce správy a řízení společnosti zakotvená v akciovém právu, jak bylo řečeno, počítá s výkonem těchto práv a s kontrolou, kterou akcionář jejich prostřednictvím vykonává.

¹³⁴ Noack, U. Hauptversammlung und Internet... op. cit. s. 7.

¹³⁵ Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2007/36/ES o výkonu některých práv akcionářů ve společnostech s kótovanými akcemi. Preambule, bod č. 3.

¹³⁶ Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2007/36/ES ze dne 11. července 2007 o výkonu některých práv akcionářů ve společnostech s kótovanými akcemi. Preambule, bod č. 5.

¹³⁷ Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2001/34/ES ze dne 28. května 2001 o přijetí cenných papírů ke kotování na burze cenných papírů a o informacích, které k nim mají být zveřejněny.

¹³⁸ Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2007/36/ES ze dne 11. července 2007 o výkonu některých práv akcionářů ve společnostech s kótovanými akcemi.

3. Akcionářská demokracie

Z uvedených důvodů se v rámci debaty o corporate governance společností i jako jedno z důležitých témat objevuje posílení práv akcionářů.¹³⁹ Není tím zpravidla myšleno rozšíření právního vlivu akcionáře ve společnosti, ale v první řadě modernizace výkonu stávajícího katalogu nemajetkových práv spojených s akcii. Snahou je odstranit překážky jejich výkonu, čímž by se práva měla stát pro akcionáře opět efektivně a účelně uplatnitelná.

Aкционáři, kteří o to budou mít zájem, získají možnost jednoduše se na správě a řízení společnosti podílet. Pod často se objevujícím pojmem akcionářský aktivismus se však nerozumí utopie v podobě nadějí, že všichni akcionáři, institucionální i drobní, burzovní spekulanti i investoři pokládající investici do akcií za výnosnější alternativu spořícího účtu, se s nadšením zapojí do rozhodování a kontroly ve společnosti a budou do budoucna svědomitě vykonávat své funkce. Při reformě práva akciových společností je spíše třeba myslet na skupinu akcionářů, kteří se do řízení společnosti v současné době nezapojují pouze proto, že jsou znechuceni jeho neefektivností, zdlouhavostí či odrazení vysokými náklady. Právě tyto akcionáře by se měla reforma snažit vrátit do hry.

Soubor opatření, která si toto kladou za cíl, jsou často diskutována pod souborným pojmem **akcionářské demokracie**.¹⁴⁰ Východiskem právní konstrukce akciové společnosti je princip přímé demokracie,¹⁴¹ která jednak staví valnou hromadu na špiči hierarchie orgánů, jednak vyžaduje rovnoprávnost akcionářů.

Rovnoprávnost akcionářů ovšem nabývá u akciové společnosti spíše podoby rovnosti akcií, vzhledem k jejímu kapitálovému charakteru. Doktrína někdy hovoří o zásadě „*one share, one vote*“ – jedna akcie, jeden hlas, která se v akciovém právu zásadně uplatňuje (v českém právu obdobně § 180 odst. 2 ObchZ, viz. dále).

¹³⁹ Commission of the European Communities. Brussels, 21. 5. 2003. COM (2003) 284 final. Communication from the Commission to the Council and the European Parliament. Modernizing company Law and Enhancing corporate governance in the European Union – a Plan to Move Forward. 29 s., s. 3, 7, 13 – 14. Dostupné na Internetu v databázi EUR-Lex (navštívěno dne 8. 9. 2007) <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:52003DC0284:EN:NOT>

¹⁴⁰ Commission of the European Communities. Brussels, 21. 5. 2003. COM (2003) 284 final... *op. cit.* s. 14.

¹⁴¹ Černá, S. Obchodní právo. Akciová společnost... *op. cit.* s. 221.

Tato zásada vyžaduje nejen rovnost akcií, ale i s tím související proporcionalitu mezi majetkovými a nemajetkovými právy akcionáře.¹⁴² Z tohoto pohledu se jeví jako problematické časté odchylky, které jsou v právní úpravě často dovolovány, jako třeba v případě prioritních či zlatých akcií, *voting cap* (viz. dále) apod.¹⁴³ Na pozadí stojí jasná idea, že kdo nese ekonomické riziko spojené s investicí do společnosti, měl by mít i k tomu proporcionalní možnost ovlivnit dění v této společnosti.¹⁴⁴

Na úrovni Evropské unie, v souladu s plánem modernizace práva společnosti,¹⁴⁵ probíhá snaha reformovat v duchu akcionářské demokracie jak výkon nemajetkových práv (práva účastnit se na řízení společnosti), tak jsou zvažovány i legislativní akce pro podporu důslednějšího prosazení zásady *one share, one vote*.¹⁴⁶ Tato práce se v souladu s tímto vývojem dále zaměřuje na reformu výkonu katalogu práv účastnit se na řízení společnosti. V uvedené oblasti již totiž byly podniknuty konkrétní kroky (přijetí směrnice¹⁴⁷), zatímco v souvislosti se zásadou *one share, one vote* nepanuje doposud ani shoda o tom, zda je důslednější prosazení této zásady pro výkonnost a řádné fungování společností vůbec žádoucí.¹⁴⁸

4. Právo podílet se na řízení společnosti a moderní komunikační prostředky

Jednotlivá dílčí práva zahrnovaná pod souhrnné právo akcionáře podílet se na řízení společnosti mají různorodý charakter. Tomu musí odpovídat i zavedení moderních komunikačních prostředků. Přehled dílčích práv, jejichž výkon souvisí s valnou hromadou, je proveden v následující kapitole. Zde bude také rozebráno, jaký z komunikačních prostředků je v konkrétním případě vhodné či možné zavést.

¹⁴² Report on the Proportionality Principle in the European Union. Proportionality between Ownership and Control in EU Listed Companies. External Study Commissioned by the European Commission. Uveřejněno dne 7. 6. 2007. Dostupné na Internetu na stránkách Evropské komise http://ec.europa.eu/internal_market/company/shareholders/indexb_en.htm. (navštívěno dne 8. 8. 2007). Evropská komise zvažuje v současné době přijetí opatření k harmonizaci této oblasti.

¹⁴³ Report on the Proportionality Principle... *op. cit.* s. 5. (užívá termín „*voting rights ceilings*“).

¹⁴⁴ Report on the Proportionality Principle... *op. cit.* s. 5.

¹⁴⁵ Commission of the European Communities. Brussels, 21. 5. 2003. COM (2003) 284 final...*op. cit.*

¹⁴⁶ Důsledky aplikace této zásady a především mechanismů, které se od ní odchylují, byly zpracovány na zadání Evropské komise ve zprávě: Report on the Proportionality Principle in the European Union. Proportionality between Ownership and Control in EU Listed Companies. Dostupné na stránkách Evropské komise http://ec.europa.eu/internal_market/company/shareholders/indexb_en.htm (navštívěno dne 18. 9. 2007).

¹⁴⁷ Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2007/36/ES ze dne 11. července 2007 o výkonu některých práv akcionářů ve společnostech s kótovanými akcemi.

¹⁴⁸ Aktuální stav prací Evropské komise k dispozici na adrese (navštívěno dne 18. 9. 2007)http://ec.europa.eu/internal_market/company/shareholders/indexb_en.htm.

Shrnutí části I.

V první části práce byla poskytnuta analýza jednotlivých problémů, příčin a jejich důsledků, sužujících v současné době výkon práv akcionářů a samotnou valnou hromadu. Bylo konstatováno, že jako možné řešení se jeví zapojení moderních komunikačních prostředků, které by přineslo jednoduchý, levný a efektivní výkon zmiňovaných práv.

Je jasné, že někde v budoucnosti nás čeká plně virtuální valná hromada, či něco, co ji bude připomínat. K tomu nicméně zatím ještě nenazrál čas. V následující části proto budou zváženy možnosti, jak zapojit nové technologie do výkonu práv akcionářů, jimž poskytuje valná hromada rámec, tak aby byly splněny vytyčené cíle, tedy zaktivizování apatických akcionářů a s tím související zlepšení corporate governance akciových společností.

ČÁST II. Výkon práv akcionáře na valné hromadě

Následující výklad o valné hromadě je omezen se zřetelem k předmětu této práce dvojím směrem. (i) S ohledem na fakt, že práce se věnuje právům akcionáře z pohledu corporate governance, i výklad o valné hromadě se zaměřuje primárně tímto směrem. (ii) V souvislosti s přijetím **směrnice o přeshraničním výkonu práv akcionářů** jsou zohledněny především novinky, které budeme povinni do naší právní úpravy implementovat, přičemž zvláštní důraz bude činěn zejména na uplatnění moderních komunikačních prostředků při výkonu vymezených práv. Z těchto důvodů je nutné opominout jiné problémy s valnou hromadou související, neméně zajimavé a určitě si zasluhující pozornosti, nicméně s ohledem na rozsah práce jsem se jim blíže nemohla věnovat.

1. Prameny právní úpravy a doporučení

V současné době existuje celá řada pramenů pravidel upravujících pořádání valné hromady, ať už jde o prameny závazných a obecně vynutitelných právních norem, či pravidel nezávazných, doporučujících.

Vedle klasického pramene práva, který představuje **obchodní zákoník**, se valné hromady kótovaných společností dotýkají i právní normy zařazené v dalších právních předpisech. Dílčí otázky jsou regulovány v **zákoně o podnikání na kapitálovém trhu** (§ 120, § 97 apod.) a v případě speciálních akciových společností i dalšími zvláštními zákony (např. § 20a zákona č. 21/1992 o bankách).

1.1. Evropské právo – obchodní právo, právo kapitálových trhů

Na evropské úrovni je právní úprava parciálně harmonizována prostřednictvím směrnic. Nejúcelenější a nejnovější počin v této oblasti představuje **směrnice o přeshraničním výkonu práv akcionářů**,¹⁴⁹ vyhlášená v Úředním věstníku EU dne 14. července 2007. Směrnice musí být transponována do národních právních řádů členských států nejpozději do 31. srpna 2009. Směrnice se dotýká zásadně dvou druhů problémů:

¹⁴⁹ Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2007/36/ES ze dne 11. července 2007 o výkonu některých práv akcionářů ve společnostech s kótovanými akcemi.

(i) usnadnění přeshraničního výkonu akcionářských práv a (ii) corporate governance a posílení práv akcionářů v rámci správy a řízení společnosti.¹⁵⁰

Vzhledem ke skutečnosti, že zapojení akcionářů je základním předpokladem účinné správy a řízení společností, směrnice si vytkla za cíl odstranění některých překážek, které ztěžují, prodražují a v určitých případech zcela znemožňují výkon práv akcionářů v přeshraničních vztazích. Snaží se tak i důsledněji naplnit zásadu rovného zacházení s akcionáři, kteří jsou rezidenty státu sídla společnosti, s akcionáři zahraničními.

Ústředním cílem je umožnit každému akcionáři, aby v případě, že se o svou investici zajímá a chce se na řízení společnosti podílet, měl příležitost co možná nejsnadnějším způsobem o záležitostech společnosti informovaně hlasovat. V důsledku rozvoje techniky se taková možnost objevila, a proto směrnice ukládá státům zakotvit alespoň jeden ze způsobů, kdy se akcionáři mohou zúčastnit hlasování valné hromady ryze elektronickou cestou. Lze uzavřít, že směrnice reaguje na problémy popsané v první části této práce a nabízí pro ně (alespoň částečné) řešení.

Hlavní přínosy směrnice lze shrnout do následujících bodů: (i) zakotvení elektronického hlasování prostřednictvím zmocněnce (*electronic proxy voting*) jakožto minimálního standardu pro výkon práv akcionářů v EU; (ii) stanovení minimálních požadavků, což vylučuje soutěžení právních řádů vedoucí k *race to the bottom*; a konečně (iii) zdůraznění „hlasování“ jakožto dlouho opomíjené alternativy k exitu ze společnosti (*Wall Street Rule*).¹⁵¹

Směrnice zakotvuje minimální harmonizaci, členské státy mohou přijmout z hlediska akcionářů právní úpravu ještě výhodnější. Zakotvením minimálních požadavků směrnice brání rozpoutání soutěže o nejlaxnější právní úpravu (*race to the bottom*) mezi právními úpravami členských států, nebrání však soutěži o nejhodnější právní úpravu (*race to the top*).¹⁵²

¹⁵⁰ Směrnice o přeshraničním výkonu práv akcionářů. Preamble.

¹⁵¹ Zetzsche, D. Virtual Shareholder Meetings and the European Shareholder Rights Directive – Challenges and Opportunities. Center for Business and Corporate Law Research Paper Series No. 0029. Düsseldorf 2007. 76 s., s. 10. Dostupné na Internetu na stránkách SSRN http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=996434 (navštívěno dne 8. 8. 2007).

¹⁵² Zetzsche, D. Virtual Shareholder Meetings...op. cit. s. 10, 70.

Vzhledem k stále rostoucímu množství kapitálových investic přeshraniční povahy¹⁵³ si komise vytkla harmonizaci této právní oblasti mezi své základní cíle.¹⁵⁴ Nutno však říci, že směrnice jde pouze do poloviny cesty. Nevěnuje se totiž problému vztahu akciové společnosti a akcionáře, typicky se objevujícímu v přeshraničním kontextu.¹⁵⁵ Zde jsou totiž akcie drženy prostřednictvím řetězce opatrovatelů, kteří stojí mezi akcionářem a společností. Směrnice bohužel ignoruje právě tyto mezičlánky a věnuje se pouze rovině akcionář – společnost. V praxi to bude mít za následek, že někteří akcionáři stále nebudou schopni svých práv využít.

Problematické otázky spojené s opatrovateli v mezinárodní držbě akcií není možné ponechat soutěžení právních řádů a těžko je mohou vyřešit zákonodárci v jednotlivých členských státech. Jurisdikce jednoho státu nikdy nepokryje celý řetězec, a některé jeho články jsou tudíž vždy mimo sféru moci zákonodárce. Další legislativní akce na úrovni Evropské unie je tedy do budoucna nutná.¹⁵⁶

Konání valné hromady se rovněž dotýká již dřívější **transparenční směrnice**,¹⁵⁷ která v čl. 17 vyžaduje zpřístupnění určitých informací a dovolení např. elektronické komunikace mezi akcionářem a společností. Přestože směrnice měla být členskými státy transponována do 20. ledna 2007, právo České republiky je s požadavky směrnice stále neslučitelné.¹⁵⁸ Směrnice se celkově spíše zaměřuje na uveřejňování informací pro trh, a proto bylo uvedené ustanovení ve své převážné části pojato do směrnice

¹⁵³ Dle studie *Federation of European Securities Exchanges – Share Ownership Structure in Europe* (2007) je 33 % hodnoty kótovaných akcií na evropských burzách v rukou zahraničních investorů. Oproti předchozí studii prováděné v roce 2003 toto představuje nárůst o 4 %. Studie je dostupná na Internetu na adrese (navštívěno dne 8. 8. 2007) http://www.fese.eu/_lib/files/FESE%20Share%20Ownership%20Structure%20in%20Europe%202006.pdf. Nezahrnuje data z České republiky.

¹⁵⁴ Zpráva o modernizaci práva obchodních společností... *op. cit.*

¹⁵⁵ *Zeitzsche, D. Virtual Shareholder Meetings...op. cit.* s. 9, 10, 65. Autor za nešťastné vidí hlavně absenci povinnosti opatrovatelů (custodians) spolupracovat při výkonu práv akcionářů.

¹⁵⁶ Problematika přeshraničního výkonu práv byla na evropské úrovni podrobně zpracována skupinou expertů v čele s Prof. Winterem. Závěrečná zpráva komise obsahuje doporučení podniknout další legislativní kroky a obsahově je naznačuje. *Cross-border Voting in Europe. Final report of the Expert Group on Cross-Border Voting in Europe.* 2002. 59 s. Zpráva je dostupná na Internetu na adrese: <http://www.jura.uni-duesseldorf.de/dozenten/noack/texte/normen/amsterdam/final.pdf> (navštívěno 8. 8. 2007).

¹⁵⁷ Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/109/ES ze dne 15. prosince 2004 o harmonizaci požadavků na průhlednost týkající se informací o emitentech, jejichž cenné papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu, a o změně směrnice 2001/34/ES.

¹⁵⁸ Zejména jde o zákaz bránit akciovým společnostem v distančním výkonu akcionářských práv, povinnost poskytnout akcionáři vzor plné moci k zastoupení na valní hromadě, možnost elektronické komunikace mezi akcionáři a společností v případě, že tak rozhodne valná hromada.

o přeshraničním výkonu práv akcionářů a čl. 17 byl odpovídajícím způsobem modifikován, aby se zabránilo duplicitě úprav.

Za zmínsku stojí rovněž **směrnice o účetních závěrkách**.¹⁵⁹ Jak již bylo výše uvedeno, čl. 46a ukládá povinnost kótovaných společností začlenit do výroční zprávy tzv. výkaz o správě a řízení společnosti. Ten musí mimo jiné zahrnovat i informaci o činnosti valných hromad akcionářů a jejich klíčové pravomoci, popis práv akcionářů a jak jsou jejich práva vykonávána, pokud tyto informace již nejsou plně stanoveny vnitrostátními právními předpisy.

Dřívější právní úprava byla obsažena ve **směrnici o přijetí cenných papírů ke kótování na burze cenných papírů**.¹⁶⁰ Čl. 65 směrnice ukládal emitentům cenných papírů zajišťovat určitý standard zacházení s akcionáři, především zajištění rovného zacházení, zabezpečení informací a možnosti vykonávat hlasovací práva akcionářů ve všech státech, kde jsou akcie emitenta kótovány apod. Zahraniční právní věda v tomto spatřovala požadavek na vytvoření předpokladů pro distanční výkon hlasovacích práv na valné hromadě.¹⁶¹ V České republice nebyly tyto požadavky nikdy implementovány.¹⁶²

1.2. Corporate governance kodex

Vedle právně závazných norem se dotýká pořádání valné hromady i řada doporučení. Pro české kótované společnosti vyplývají především z **Kodexu KCP** (zejména kapitola II. a III.).

Zákon stanoví pro konání valné hromady povinná kritéria, která je třeba vždy dodržet. Kde zákon připouští možnost odchýlit se od právní úpravy nebo v záležitostech, které neupravuje, mohou společnosti (s přihlédnutím k doporučením kodexu) upravit záležitosti ve stanovách odlišně.

¹⁵⁹ Směrnice 2006/46/ES... *op. cit.* Transpozici směrnice je nutné provést do 5. září 2008.

¹⁶⁰ Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2001/34/ES ze dne 28. května 2001 o přijetí cenných papírů ke kótování na burze cenných papírů a o informacích, které k nim mají být zveřejněny.

¹⁶¹ Dědič, J., Čech, P. Obchodní právo po vstupu ČR do EU aneb co všechno se po 1. květnu 2004 v obchodním právu změnilo? 2. vydání. Bova Polygon, Praha. 2005. 485 s., s. 248.

¹⁶² Příslušné ustanovení čl. 65 směrnice o přijetí cenných papírů ke kótování na burze cenných papírů bylo zrušeno a nahrazeno transparentní směrnici 2004/109/ES.

1.3. Burzovní pravidla

Konečně určité povinnosti mohou vyplývat pro emitenty i z **burzovních pravidel**. U nás jde o vnitřní předpis, schvalovaný dle § 66 ZPKT burzovní komorou, ve kterém burza cenných papírů stanoví strukturu trhů, podmínky pro přijímání investičních nástrojů k obchodování na jednotlivých trzích a informační povinnosti spojené s přijetím investičních nástrojů k obchodování na jednotlivých trzích (§ 57 odst. 1 písm. h) ZPKT). Jedná se tedy o abstraktní akt vydávaný burzou na základě práva autonomní normotvorby.¹⁶³

Burzovní pravidla Burzy cenných papírů Praha¹⁶⁴ ukládají ohledně valné hromady jedinou povinnost, a to předkládat informace o svolání valné hromady (všichni emitenti kótovaných cenných papírů) a předkládat přijatá rozhodnutí a zápis y z valných hromad (pouze emitenti kótovaných cenných papírů přijatých k obchodování na hlavním trhu burzy).

2. Analýza právní úpravy

Již v úvodu je nutné poznamenat, že aktuální právní úprava je v mnohých aspektech zastaralá a neodpovídá ani závazkům České republiky vyplývajícím z evropského práva. Právní úprava vychází ze situace a technické úrovně komunikačních prostředků poloviny minulého století.¹⁶⁵

Při následujícím výkladu budou zváženy možnosti modernizace fungování valné hromady a výkonu práv s ní souvisejících, především zapojením moderních komunikačních prostředků. V této souvislosti je třeba připomenout, že ústředním kritériem, dle kterého je třeba posuzovat vhodnost daného komunikačního prostředku, jsou náklady, jež akcionáři vznikají v důsledku použití daného nástroje. Čím větší náklady jsou totiž spojeny s výkonem tohoto práva, tím větší je pravděpodobnost, že akcionář jej nebude využívat.

¹⁶³ *Hendrych D. a kol.* Správní právo. Obecná část. 5., rozšířené vydání. Praha: C. H. Beck, 2003, 832 s., s. 110, marg. č. 166.

¹⁶⁴ Podmínky přijetí cenného papíru k obchodu na hlavním trhu burzy a Podmínky přijetí cenného papíru k burzovnímu obchodu na oficiálním volném trhu burzy. Dostupné na stránkách Burzy cenných papírů Praha <http://www.bcpp.cz/dokument.aspx?k=Legislativa> (navštívěno 8. 8. 2007).

¹⁶⁵ *Černá, S.* Obchodní právo. Akciová společnost... op. cit. s. 225.

Ve výkladu jsou zohledněny dle možností všechny jmenované prameny, aby vznikl pokud možno úplný obraz toho, jak valná hromada vypadá, by měla vypadat a případně též mohla vypadat. Zváženy budou rovněž možnosti inovací, jaké se naskytají společnostem za současné právní úpravy, tedy jakým způsobem by mohly samy aktivně zvýšit standard jejich corporate governance, za současného legislativního stavu.

Výklad sleduje chronologii konání valné hromady a je rozdělen na tři základní fáze jejího pořádání. Jde o stádium (i) před konáním valné hromady, tedy její příprava, (ii) samotná valná hromada, schůze a hlasování, a konečně (iii) fáze následující po ukončení valné hromady. Nutno podotknout, že některé problémy prolínají všemi popsanými fázemi, takže toto dělení není vždy možné striktně dodržet.

Fáze I. Příprava konání valné hromady

Potom, co představenstvo rozhodne o svolání valné hromady, sestaví její pořad jednání a předběžně zajistí technicko-organizační záležitosti, je třeba identifikovat akcionáře a poskytnout jim informace ohledně plánované valné hromady. Z hlediska jejich práv má toto fundamentální význam, protože pokud se akcionář včas o svolání valné hromady nedozvídí, což v případě zahraničních akcionářů často není výjimkou, jsou mu upírána všechna ostatní práva, která jsou s valnou hromadou spojena.

1. Identifikace akcionáře

Z hlediska konání valné hromady je základní otázkou, kdo se jí vůbec může účastnit, a má být tedy svolán. Toto navazuje na otázkou, kdo je oprávněn vykonávat v daný okamžik práva spojená s akcií. Identifikace akcionáře se liší dle formy akcie.

Pokud společnost vydala listinné či zaknihované **akcie na jméno**, osobou oprávněnou vykonávat práva spojená s akcií¹⁶⁶ je dle § 156 odst. 3 ObchZ osoba uvedená v seznamu akcionářů. V případě zaknihovaných akcií může být tento seznam nahrazen evidencí zaknihovaných cenných papírů (§ 156 odst. 2 ObchZ), tedy do budoucna evidencí vedenou centrálním depozitárem, popř. osobami vedoucími navazující evidenci (§ 92 odst. 2 ZPKT).

¹⁶⁶ Zákon zde hovoří o osobě oprávněné vykonávat práva spojená s akcií, což však nelze ztotožňovat s pojmem akcionář. Akcionářem je ten, kdo vlastní podíl na akciové společnosti.

Pokud společnost naopak vydala akcie **na majitele**, osobou oprávněnou vykonávat práva spojená s akcií je dle § 156 odst. 7 ObchZ osoba, která předloží samotnou akcií, či prohlášení osoby, která vykonává úschovu nebo uložení akcie za předpokladu, že jde o listinné akcie. Pokud se jedná o akcie zaknihované, je touto osobou osoba vedená v evidenci zaknihovaných cenných papírů.

Přestože obchodní zákoník mluví v tomto případě jednoznačně, v praxi situace takto přímočará není. Náš obchodní zákoník totiž žádným způsobem nezohledňuje na globálních akciových trzích v současné době běžnou praxi, totiž že akcie nejsou drženy přímo, ale prostřednictvím vícestupňového systému držení cenných papírů (*indirect securities holding systems*). Koncový investor zde drží cenný papír prostřednictvím několika účtů vedených různými opatrovateli (*custodian chain*),¹⁶⁷ na jejichž účtech jsou akcie v podobě elektronických zápisů uchovány. Teprve až „rozklíčováním“ celého řetězce opatrovatelů dojdeme ke skutečnému investorovi, který učinil investiční rozhodnutí a nese s tím spojená rizika.¹⁶⁸ Právě on je i konečným vlastníkem (*beneficial owner*) z hlediska corporate governance. Tato osoba má nejvyšší motivaci náležitě na vnitřní záležitosti společnosti dohlížet a s ohledem na řádnou správu a řízení společnosti je nutné, aby právě ona byla i osobou, která se účastní na řízení a kontrole. Situace je v praxi velmi složitá a dále ji komplikuje fakt, že jednotliví opatrovateli jsou mnohdy podrobeny různým jurisdikcím.¹⁶⁹

Pokud porovnáme tuto praktickou situaci s naší právní úpravou, dojdeme k neuspokojivým závěrům. Aplikací právní úpravy v ZPKT,¹⁷⁰ týkající se zaknihovaných cenných papírů, zjistíme, že akcionárem (vlastníkem investičních nástrojů) je osoba, pro niž je zřízen účet vlastníka vedený v centrální evidenci, či navazující evidenci (§ 91, § 92, § 94 odst. 3 ZPKT). Zákon tedy bere v potaz řetězení v tom smyslu, že umožňuje zřizování účtu zákazníků (§ 94 odst. 1 ZPKT) a vedení navazující evidence (§ 92 odst. 3 ZPKT), nicméně za vlastníka akcie označuje osobu, pro kterou je veden účet vlastníka v navazující evidenci, tedy hned v druhém článku

¹⁶⁷ Zetzsche, D. Virtual Shareholder Meetings... *op. cit.* s. 17.

¹⁶⁸ Noack U., Zetzsche D. Die Legitimation der Aktionäre bei Globalaktien und Depotverbuchung, Aktiengesellschaft 2002, 651-657, s. 653.

¹⁶⁹ Zetzsche, D. Virtual Shareholder Meetings... *op. cit.*

¹⁷⁰ Popsána je platná a účinná právní úprava. Vzhledem k obtížím, které nastaly při zřizování centrálního depozitáře (Hlavy II. ZPKT) se aplikuje nyní v praxi stále ještě původní právní úprava zakládající centralizovanou, jednostupňovou evidenci zaknihovaných cenných papírů, vedenou Střediskem pro cenné papíry (přechodná ustanovení § 202 ZPKT).

řetězce. Do dalších článků zákon postupovat neumožňuje. Tato osoba je zapsána i do seznamu akcionářů v případě akcií na jméno, a svědčí jí tedy vyvratitelná právní domněnka oprávnění vykonávat vůči společnosti práva spojená s akcií (§ 156 odst. 3 ObchZ). Místo samotného investora, koncového vlastníka, je však touto osobou v některých případech opatrovatelem.

Podobná právní úprava, která označuje za vlastníka opatrovatele (fiduciární vlastnictví),¹⁷¹ je častá i v jiných státech. Nutno říci, že pro efektivní fungování kapitálového trhu je nezbytná.¹⁷² Z hlediska práva společností však představuje problém spočívající v tom, že rezignuje na zjištění, kdo je skutečným investorem.

Vzhledem k tomu, že ve výše popsaných případech je ve vztahu ke společnosti za osobu oprávněnou vykonávat práva spojená s akcií považován opatrovatel, skutečnému akcionáři je zpravidla znemožněno jeho práva vykonávat.¹⁷³ Nevykonává je nicméně nejčastěji ani opatrovatel, a proto tyto hlasy na valné hromadě de facto automaticky propadají.¹⁷⁴

Pro potřeby řádné corporate governance však není nezbytně nutné měnit úpravu samotného vlastnictví akcií. Postačí, aby bylo zajištěno, že konečný vlastník může vykonávat nemajetková práva spojená s akcií, stejně tak jako benefituje z práv majetkových.¹⁷⁵ Toho může být dosaženo především stanovením systému povinností opatrovatelů, což by však mělo být koordinováno mezinárodně, vzhledem k multinacionalitě popsaných vztahů.

2. Rozhodný den a blokování akcií

Vzhledem k povaze zaknihovaných cenných papírů zákon stanoví, že osoba oprávněná účastnit se valné hromady se určí dle oprávnění vykonávat toto právo k rozhodnému

¹⁷¹ Elek, Š. Nominee účty a fiduciární správa cenných papírů. Právní rozhledy 8/2002, 360 – 367, s. 366.

¹⁷² Elek, Š. Vlastnické právo k cenným papírům. Právník 4/2002, 436 – 459, s. 455, 456.

¹⁷³ Právní úprava hovoří v těchto případech o „osobě oprávněné vykonávat práva spojená s akcií,“ nikoli o akcionáři. Společnost nemusí z hlediska připuštění na valnou hromadu zkoumat, zda uvedená osoba je skutečně akcionářem společnosti za předpokladu, že nic nenasvědčuje opaku. Z hlediska výkonu akcionářských práv a účasti na valné hromadě má tudíž tato právní úprava zásadní význam.

¹⁷⁴ Zetzsche, D. Virtual Shareholder Meetings... *op. cit.* s. 20.

¹⁷⁵ Cross-border Voting in Europe... *op. cit.* s. 4. Komise za tři hlavní okruhy, které je třeba upravit, označuje: (i) oprávnění kontrolovat právo hlasovat, tedy kdo je oprávněn rozhodnout, jak bude ohledně akcií hlasováno; (ii) výkon práva hlasovat; a (iii) zajištění informací nezbytných pro informované rozhodnutí.

dni (156b ObchZ), tedy k určitému dni přede dnem konání valné hromady. V případě účastní na valné hromadě určují rozhodný den stanovy či rozhodnutí předcházející valné hromady. Zákon vymezuje maximální hranici sedmi kalendářních dnů přede dnem konání valné hromady. Dispozitivně je stanoven jako rozhodný den sedmý den před jejím konáním (**§ 184 odst. 2 ObchZ**).

Společnosti, která vydala zaknihované akcie a nevede samostatně seznam akcionářů dle § 156 odst. 2 ObchZ, slouží jako podklad pro zjištění, kdo je oprávněn zúčastnit se valné hromady, výpis z evidence investičních nástrojů, vyžádaný k rozhodnému dni. Ten vydá společnosti dle § 99 odst. 1 a 2 ZPKT osoba, která vede evidenci.

Z užití rozhodného dne (*record day*) vychází i čl. 7 odst. 2 směrnice o přeshraničním výkonu práv akcionářů. Ukládá zavedení rozhodného dne pro všechny společnosti, které nemohou identifikovat své akcionáře z aktuálního seznamu akcionářů v den konání valné hromady. Na rozdíl od české právní úpravy, kdy je rozhodný den používán ve vztahu ke všem zaknihovaným akciím, směrnice obligatorně jeho aplikaci ukládá pouze u akcií na majitele. Ohledně akcií na jméno nemusí státy za výše uvedeného předpokladu rozhodný den uplatňovat.

Směrnice dovoluje stanovení rozhodného dne až do 30 dnů přede dnem konání valné hromady. Obecně je však žádoucí, aby byl stanoven na den co možná nejbliže dny konání valné hromady.¹⁷⁶

Problém současné právní úpravy u nás nicméně způsobuje k žádosti o výpis se pojící povinnost založená § 97 odst. 1 písm. e) ZPKT. Tento předpis ukládá společnosti, pokud žádá o výpis z evidence emise, podat zároveň i příkaz k zápisu pozastavení práva vlastníka nakládat se zaknihovanými cennými papíry. Nakládání s akcemi lze takto pozastavit maximálně na sedm dnů (**§ 97 odst. 2 ZPKT**).

Důvody pro blokování akcií jsou legitimní. Pokud je rozhodný den pro účast na valné hromadě den předcházející konání valné hromady, existuje zájem na tom, aby přítomný

¹⁷⁶ Nejde však o jediný přístup. V USA je pro stanovení rozhodného dne zvolen opačný princip, stanovením minimálního rozmezí mezi rozhodným dnem a dnem konání valné hromady. Např. NYSE Listed Company Manual doporučuje *minimální* lhůtu 30 dnů. V pozadí této právní úpravy stojí snaha poskytnout dostatek času k udělení plných mocí zástupcům akcionářů. Blíže New York Stock Exchange, Listed Company Manual, článek 401.03. Dostupné na Internetu na stránkách NYSE http://www.nyse.com/Frameset.html?nyseref=http%3A//www.nyse.com/regulation/listed/1182508124422.html&displayPage=/lcm/lcm_section.html (navštívěno dne 18. 9. 2007).

akcionář byl stále ještě akcionářem v den valné hromady. Přesně toto zabezpečuje i pozastavení výkonu práva vlastníka dle § 97 odst. 5 ZPKT, neboť způsobuje nemožnost zapsat do evidence investičních nástrojů změnu vlastníka převodem investičního nástroje či smluvní právo k tomu to nástroji.

Vzhledem k dynamickému vývoji na kapitálových trzích je však blokování akcií a upíráni vlastníkům práva disponovat s nimi vnímáno velmi negativně. Především institucionální investoři je považují za zeela nežádoucí.¹⁷⁷ Z tohoto důvodu jsou akcie pro investory méně atraktivní a v případě možnosti volby dají raději přednost jurisdikcím, kde se blokování neprovádí. Pokud v České republice zahraniční investoři investují, odpovídajícím způsobem přičtu dodatečné riziko k cenám akcií. Blokování akcií tedy představuje konkurenční nevýhodu, kterou má Česká republika oproti ostatním právním řádům.

Blokování akcií kritizuje i Kodex KCP.¹⁷⁸ Obligatorně bude muset být tato praxe odstraněna v souvislosti s transpozicí směrnice o přeshraničním výkonu práv akcionářů. Směrnice totiž zakazuje v čl. 7 odst. 1 písm. b), aby právo akcionáře akcie prodávat nebo jinak převádět podléhalo v době mezi rozhodným dnem a dnem konání valné hromady dodatečným omezením, jimž za normálních okolností nepodléhá.

Jak již bylo řečeno, z hlediska corporate governance je vždy žádoucí, aby se valné hromady účastnili koneční vlastníci společnosti. V praxi se však neukazuje rozdíl mezi rozhodným dnem a dnem konání valné hromady jako velký problém. Změny v akcionářské struktuře jsou zpravidla zanedbatelné.¹⁷⁹

Nevýhody spojené s blokováním akcií tedy jednoznačně převažují. Blokování se ukazuje jako velmi nákladné¹⁸⁰ a navíc ve státech, kde se vztahuje pouze na akcionáře, kteří se přihlásili k účasti na valné hromadě a představuje jednu z podmínek jejich účasti, významně snižují počet přítomných akcionářů na valných hromadách.¹⁸¹ Z těchto důvodů bude v rámci celé Evropské unie blokování akcií zakázáno.

¹⁷⁷ Commission Staff Working Document... *op. cit.* s. 11.

¹⁷⁸ Kodex správy a řízení společností: komentář ke kapitole II. s. 11.

¹⁷⁹ Commission Staff Working Document... *op. cit.* s. 11.

¹⁸⁰ Commission Staff Working Document... *op. cit.* s. 11, 14. Náklady spojené s blokováním akcií jsou odhadována na 59 % celkových nákladů spojeným s účastí a hlasováním na valné hromadě.

¹⁸¹ Commission Staff Working Document... *op. cit.* s. 12.

3. Svolání valné hromady

3.1. Oznámení o konání valné hromady

Právní úprava ukládá povinnost uveřejnit pozvánku na valnou hromadu nebo oznámení o jejím konání (dále jen „oznámení“) způsobem určeným ve stanovách, minimální rozsah uveřejnění je však stanoven zákonem. Zákonná právní úprava rozlišuje svolání valné hromady v závislosti na formě akcií, neboť forma akcií určuje, zda jsou akcionáři společnosti známi či nikoli.

V případě, že společnost vydala **akcie na jméno**, může se na akcionáře obrátit přímo. Zákon v § 184 odst. 4 ObchZ ukládá představenstvu povinnost zaslat písemnou pozvánku všem akcionářům na adresu uvedenou v seznamu akcionářů, resp. v evidenci zaknihovaných cenných papírů.

Pokud společnost vydala **akcie na majitele**, svolává se valná hromada uveřejněním oznámení o jejím konání v Obchodním věstníku a jiným vhodným způsobem určeným stanovami, nejméně však v jednom celostátně distribuovaném deníku určeném ve stanovách. Akcionář má možnost požádat o zaslání oznámení o konání valné hromady, je však povinen uhradit společnosti náklady s tím spojené. Závazek uhradit náklady musí akcionář zajistit zřízením zástavního práva alespoň k jedné akcii společnosti.

Stanovy mohou i pro zaknihované akcie stanovit jako způsob svolávání zaslání pozvánky.¹⁸² Pod „jiným vhodným způsobem“ se dle judikatury Nejvyššího soudu rozumí vhodný způsob z hlediska konkrétní struktury akcionářů dané společnosti. Takový způsob musí být zvolen s ohledem na poměry akcionářů společnosti.¹⁸³ Zvolený způsob by neměl znevýhodňovat určitou skupinu akcionářů, zejména minoritní akcionáře.

Pro kótovanou společnost vyplývá z § 120 ZPKT navíc povinnost uveřejnit informaci o svolání valné hromady způsobem umožňujícím dálkový přístup a zaslat ji České národní bance v elektronické podobě. Dle vyhlášky 536/2004 Sb., kterou se provádějí některá ustanovení zákona o podnikání na kapitálovém trhu v oblasti ochrany proti zneužívání trhu se pod „způsobem umožňujícím dálkový přístup“ rozumí

¹⁸² Dědič, J., Štenglová, I., Čech, P., Kříž, R. Akciové společnosti. 6., přepracované vydání. Praha: C. H. Beck, 2007, 944 s., s.432.

¹⁸³ Usnesení Nejvyššího soudu ČR ze dne 24. 9. 2001, sp. zn. 29 Odo 88/2001.

zpřístupnění na internetových stránkách emitenta, přičemž vyhláška dále stanoví bližší požadavky, které musí takové internetové stránky splňovat (§ 3).

Nutno zdůraznit, že s povinností uveřejnění informace na stránkách společnosti (povinnost emitenta) nejsou spojeny stejné důsledky jako ohledně nesplnění postupu pro svolání valné hromady dle obchodního zákoníku. Nedodržení předpisů obchodního zákoníku může mít v některých případech totiž za důsledek vyslovení neplatnosti usnesení podle § 183 ve spojení s § 131 **ObchZ**. Je-li totiž postup předcházející přijetí rozhodnutí, počínaje svoláním valné hromady, v rozporu s právnímu předpisu, je přijaté usnesení valné hromady již z tohoto důvodu neplatné.¹⁸⁴ Naproti tomu porušení povinností emitenta dle § 120 **ZPKT** je pouze správným deliktem emitenta, projednávaným Českou národní bankou (§ 192 odst. 4 **ZPKT**) dle § 171 c) **ZPKT**, za který může být společnosti uložena pokuta až do výše 10 000 000 Kč. Právní úprava v **ZPKT** používá veřejnoprávní metody úpravy, neboť se snaží zajistit veřejný zájem na transparentním fungování kapitálového trhu, zatímco soukromoprávní předpis, obchodní zákoník, zabezpečuje práva akcionářů jakožto společníků akciové společnosti a používá tomu odpovídající soukromoprávní sankce.

Současný způsob svolání valné hromady je třeba označit za nevyhovující. Především pokud vezmeme v úvahu to, co bylo řečeno o internacionálizaci akcionářské struktury, nutně dojdeme k závěru, že používané oznamovací mechanismy dosahují úspěšnosti pouze u některých akcionářů, a nenaplňují tedy požadavek rovného zacházení s akcionáři. Rovněž z judikatury Nejvyššího soudu vyplývá, že za vhodný způsob uveřejnění oznámení lze považovat jakýkoli informační zdroj, který je bez vynaložení nepřiměřené námahy obecně dostupný pro *každého* akcionáře. Soud uložil v konkrétním případě vždy nutnost zkoumat skutečné složení akcionářů dané společnosti.¹⁸⁵

Uveřejnění oznámení v českém Obchodním věstníku, ať už v tištěné či internetové verzi, ani uveřejnění v národním deníku nedokáže zabezpečit včasné informace o valné hromadě zejména pro zahraniční akcionáře. Ani poštovní styk není v mezinárodních dimenzích dostatečně rychlý, navíc je i spojen se značnými náklady. Právě při svolání valné hromady se proto nabízí efektivní využití moderních telekomunikačních prostředky.

¹⁸⁴ Rozhodnutí Vrchního soudu v Praze ze dne 23. 10. 2001, sp. zn. 7 Cmo 443/2001-175.

¹⁸⁵ Např. Usnesení Nejvyššího soudu ČR ze dne 24. 9. 2001, sp. zn. 29 Odo 88/2001.

Čl. 5 směrnice o přeshraničním výkonu práv akcionářů za vhodný způsob pro použití při svolání valné hromady označuje takový, který zajistí rychlý a nediskriminující přístup. Vyžaduje, aby společnosti používaly takové sdělovací prostředky, od nichž lze rozumně očekávat, že zprostředkují účinným způsobem informace veřejnosti v celém Evropském společenství.

3.2. Informace

Informace poskytované společností akcionářům mohou být obecně zprostředkovány dvěma způsoby: (i) metodou „pull“ (táhnout) a (ii) metodou „push“ (tlačit).¹⁸⁶

3.2.1. Metoda pull

První metoda je založená na povinnosti zpřístupnit informace pro akcionáře na předem definovaném místě (v sídle společnosti, na internetových stránkách, v Obchodním rejstříku či Obchodním věstníku).

V případě použití této metody, aktivní akcionáři nalezou potřebné informace. K pasivním akcionářům se informace nedostane. Proto zákonodárce ukládá určité informace zpřístupňovat metodou „push“, kdy informace jsou přímo „natlačeny“ akcionáři, tedy zaslány přímo na jeho adresu.

3.2.2. Metoda push

Metoda „push“ je tradičně založena na rozesílání papírových pozvánek. Pro společnosti s širokou akcionářskou strukturou představuje značné náklady a další s tím spojené problémy, umocněné např. případy, kdy dojde k rozšíření pořadu jednání valné hromady v době po jejím svolání apod. Moderní rychlou a levnou metodou „push“ je e-mailové komunikace.

3.2.3. Řešení

Za optimální se jeví spojení metody „pull“ a „push“.

¹⁸⁶ Zetzsche, D. Corporate governance in Cyberspace... op. cit. s. 14.

3.2.3.1. Pull: internetové stránky

Na jedné straně by měla existovat povinnost společnosti uveřejnit oznámení o konání valné hromady a dalších informací ohledně účasti na valné hromadě na internetových stránkách společnosti (metoda „pull“). V tomto případě by ovšem šlo o způsob svolání akcionářů na valnou hromadu a nikoli jen informační povinnost emitenta, jak je tomu nyní.

Povinnost zpřístupnit na internetových stránkách společnosti oznámení o konání valné hromady a mnohé další dokumenty (dokumenty, které mají být předloženy valné hromadě, formuláře, návrhy usnesení...) stanoví i čl. 5 odst. 4 směrnice o přeshraničním výkonu práv akcionářů.

Internetové stránky společnosti lze obecně považovat za nejvhodnější, základní informační kanál mezi společností a akcionářem.¹⁸⁷ Měly by se na nich objevovat nejen informace o svolání valné hromady, ale vůbec všechny trhu jinak zpřístupněné informace a další pro investory relevantní skutečnosti.

Centrální úlohu získají v procesu konání valní hromady internetové stránky po implementaci směrnice o přeshraničním výkonu práv akcionářů. Směrnice počítá s jejich významným zapojením nejen v procesu svolávání valné hromady, ale i během samotné schůze a s uveřejňováním informací po schůzi valné hromady. Dle směrnice se stanou základním, podkladovým a vsezahrnujícím kanálem, kde bude akcionář kdekoli na světě schopen nalézt všechny potřebné informace k účasti na valné hromadě a hlasování. Je na jednotlivých státech a společnostech, aby s ohledem na konkrétní situaci nabídly počítáčově negramotným akcionářům informační kanály další, nicméně aktuální a ohledně valné hromady vše zahrnující internetové stránky se stanou povinným minimem, na které se každý akcionář v rámci Evropské unie bude moci spolehnout.

Vzhledem k vysoké důležitosti internetových stránek společnosti v budoucnosti by bylo vhodné, aby budoucí kodex corporate governance (který snad někdy nahradí aktuální Kodex KCP) blíže upravil, jak by měly tyto stránky vypadat, např. jak by měly být děleny, v jakých jazykových verzích by měly existovat, či jak dlouho by určité

¹⁸⁷ Noack, U. Hauptversammlung und Internet... op. cit. s. 16.

informace na nich měly být zpřístupněny.¹⁸⁸ Kodex by měl shrnout základní praktická doporučení, která by společnosti měly v zájmu vyšší informační hodnoty jejich stránek dodržovat.

Jako alternativně možná metoda uveřejnění oznámení se jeví i uveřejnění na internetových stránkách organizátora trhu, na kterém jsou akcie dané společnosti obchodovány. Tyto stránky musí každý racionální akcionář pravidelně kontrolovat, vzhledem k nutnosti sledování kurzovního lístku.

3.2.3.2. Push: E-mail

Metoda pull by nicméně měla být přece jen doplněna metodou „push,“ a to alespoň u akcionářů, kteří jsou společnosti známi (**akcie na jméno**). Společnostem musí být umožněno komunikovat s akcionáři prostřednictvím e-mailu. To by se však mělo týkat jen těch akcionářů, kteří s tím výslovně projevili souhlas (jako souhlas může platit již samotné poskytnutí e-mailové adresy).

Naproti tomu by rozhodnutí o možnosti komunikovat s akcionáři elektronicky nemělo být svěřeno valné hromadě, neboť tato otázka se dotýká individuálně každého akcionáře, navíc kontrolní akcionář, pro kterého informace nejsou otázkou oficinálních informačních kanálů, by se mohl snažit tuto praktickou možnost záměrně zablokovat.¹⁸⁹

E-mail obsahne prostřednictvím odkazů nejen všechny relevantní informace, ale dokáže snadno a s minimálními náklady akcionářům zprostředkovat i všechny potřebné dokumenty.

U akcionářů, kteří neposkytnou společnosti e-mailovou adresu, je nutné zůstat prozatím u korespondenčního styku. V tomto stádiu vývoje není dosud přihodné nutit akcionáře do užívání elektronické pošty, aby byli schopni vykonávat svá akcionářská práva.¹⁹⁰ Znamenalo by to diskriminaci akcionářů, kteří jsou počítacově negramotní či se nechtějí na tento typ komunikace spoléhat. Slabinou tohoto systému jsou ovšem chronicky pasivní akcionáři, kteří neodpoví na žádný dopis společnosti, přestože společnost

¹⁸⁸ Srovnej např. Deutscher Corporate Governance Kodex. Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex. Dostupné na Internetu <http://www.corporate-governance-code.de/> (navštívěno dne 18. 9. 2007).

¹⁸⁹ Zetzsche, D. Corporate governance in Cyberspace... *op. cit.* s. 16, 17.

¹⁹⁰ Report of the High Level Group...*op. cit.* p. 54.

poskytne např. zdarma odpovědní obálky. Takovým bude muset společnost i nadále posílat pozvánky poštou.

Ohledně vlastníků akcií **na majitele** přichází v úvahu žádost o zasílání oznámení dle § 184 odst. 4 ObchZ. Vzhledem k minimálním nákladům, které jsou s elektronickou komunikací spojeny, je možné uvažovat o tom, že společnost tyto náklady ponese sama, a akcionář tak nebude muset akcií obtížit zástavním právem. Vzhledem k čl. 5 odst. 2 směrnice o přeshraničním výkonu práv, který zakazuje společnostem účtování nákladů za uveřejnění oznámení nebo zaslání pozvánky předepsaným způsobem, je soulad požadavku hradit náklady na zasílání oznámení (§ 184 odst. 4 ObchZ) s evropským právem tak jako tak nejistý.

Jako prostředek, který by bylo vhodné zařadit do budoucího corporate governance kodexu, je nástroj využívaný některými společnostmi v rámci dobrého vztahu s investory (*investor relations*). Jde o zasílání zpravodaje o společnosti (*newsletter*) akcionářům, kteří si jej na internetových stránkách společnosti objednají vložením e-mailové adresy do databáze. Zpravodaj by měl obsahovat pouze pro investory, resp. akcionáře relevantní informace, zpravidla obsažené formou odkazu na internetové stránky společnosti. Tímto způsobem mohou i vlastníci akcií na majitele získat snadný zdroj informací metodou „push.“

3.2.4. Informace obecně

Poskytování informací o valné hromadě se nevztahuje pouze k fázi přípravy valné hromady, ale do určité míry prostupuje všemi fázemi. Před konáním valné hromady jsou to informace o jejím svolání, programu, návrzích rozhodnutí. Během valné hromady jsou to především předkládané dokumenty a návrhy rozhodnutí. Oproti současnemu stavu bude v souladu v čl. 14 směrnice o přeshraničním výkonu práv akcionářů mít své místo poskytování informací o valné hromadě rovněž po ní. Výsledky hlasování budou muset být akcionářům i trhu rovněž komunikovány.

Ve všech těchto fázích se mohou uplatnit zde vyjmenované komunikační kanály. Jako základ se uplatní metoda pull a u významnějších informací by měla být doplněna metodou push. Obligatorním kanálem by však vždy měly být internetové stránky

společnosti, které by se měly v informační změti současného světa stát jistým kanálem všech pro akcionáře a investory relevantních informací.¹⁹¹

3.3. Náležitosti

Oznámení o konání valné hromady musí obsahovat nejméně náležitosti předepsané zákonem (§ 184 odst. 5 ObchZ), včetně pořadu jednání valné hromady. Za zákonem stanovených případů musí oznámení obsahovat i některé zvláštní náležitosti. Např. v případě plánované změny stanov společnosti musí oznámení alespoň charakterizovat podstatu navrhovaných změn stanov (§ 184 odst. 8 ObchZ). Návrh změn stanov musí být akcionářům k nahlédnutí v sídle společnosti. Akcionář má právo vyžádat si zaslání kopie návrhu stanov na svůj náklad a své nebezpečí, na což musí být akcionáři v pozvance upozorněni.

Rovněž zde uvedené metody zprostředkování informací akcionářům musí být považovány za nevhodné a jsoucí v rozporu s požadavky směrnice. Předně předložení změn stanov v sídle společnosti je způsobem komunikace, který fakticky značnou část akcionářů (zejména nerezidentů) notně znevýhodňuje, je neefektivní, a rozhodně by neměl zůstat způsobem jediným. Dle čl. 5 odst. 4 směrnice bude muset být návrh změny stanov stejně tak jako i jiné dokumenty uveřejněny na internetových stránkách společnosti. V případě e-mailové komunikace s akcionáři společnosti nic nebrání v tom, aby návrh přímo zaslala jako přílohu či odkaz v oznámení.

Dále bude nutné rozšířit požadavky na oznámení s ohledem na minimální požadavky stanovené ve směrnici (čl. 5, odst. 3, písm. b). Především se navíc jedná o povinnost popsat postup, který umožní akcionáři účastnit se valné hromady, hlasovat a vykonat další práva s valnou hromadou související. Výslovně bude společnost povinna zahrnout do oznámení o konání valné hromady i poučení, jakým způsobem jsou akcionáři schopni předložit žádost o zařazení záležitosti na pořad jednání valné hromady, či návrhy nebo protinávrhy rozhodnutí, které má valná hromada přijmout.¹⁹² Dále je nutné zahrnout do oznámení o konání valné hromady i poučení o průběhu hlasování na základě plné moci a prostředcích, jimiž je společnost připravena přijímat elektronická oznámení o udělení plné moci. Oznámení musí rovněž popsat možnosti elektronické

¹⁹¹ Noack, U. Hauptversammlung und Internet... op. cit. s. 16.

¹⁹² Směrnice umožňuje propojení oznámení s internetovými stránkami společnosti odkazem na ně (čl. 5, odst. 3, písm. b), bod i).

a korespondenční účasti na hlasování valné hromady, pokud to daná společnost umožňuje. V neposlední řadě bude muset obsahovat vysvětlení, kde je možné obdržet plně verze dokumentů a návrhů rozhodnutí, které budou valné hromadě předloženy. Logickým obligatorním údajem bude rovněž uvedení adresy internetových stránek společnosti.

Kromě svolání valné hromady bude společnost povinna uveřejnit relevantní údaje, týkající se konání valné hromady, také na stránkách společnosti (**čl. 5 odst. 4 směrnice**). Jde především o povinnost uveřejnit zde oznámení o konání valné hromady, informace ohledně akcionářské struktury společnosti, všechny dokumenty předkládané valné hromadě včetně návrhů rozhodnutí, eventuelně i komentář orgánu společnosti k jednotlivým bodům programu a relevantní formuláře.

3.4. Lhůta

Minimální lhůta pro svolání valné hromady je v případě řádné valné hromady stanovena na 30 dnů (**§ 184 odst. 4 ObchZ**). V praxi to znamená, že pozvánka musí být v této lhůtě akcionářům odeslána, resp. oznámení musí být v této lhůtě uveřejněno. Tato lhůta je upravena kogentně a její zkrácení je možné pouze za zákonem vymezených podmínek. Zákon tak činí ve zvláštních případech, např. při svolání náhradní valné hromady (**§ 185 odst. 3 ObchZ**) či mimořádné valné hromady na žádost oprávněných akcionářů (**§ 181 odst. 2 ObchZ**), kdy je možné zkrácení lhůty na 15 dnů.

Stanovení lhůty pro svolání valné hromady se snaží zajistit akcionářům dostatek času pro přípravu. Cílem je zabezpečit, aby se akcionáři dozvěděli o valné hromadě s dostatečným předstihem, který jim umožní technicky zajistit svou osobní účast na valné hromadě nebo své zastoupení a rovněž se na tuto účast přichystat po stránce informovanosti, aby mohli efektivně vykonávat svá další práva spojená s účastí na valné hromadě, právo žádat vysvětlení a hlasovat.

Směrnice o přeshraničním výkonu práv akcionářů obsahuje požadavek, aby valná hromada byla svolána minimálně 21 dnů předem, a současná právní úprava obchodního zákoníku je s ní tedy slučitelná co do lhůty svolání řádné valné hromady. Ohledně

případů, kdy obchodní zákoník umožňuje zkrácení uvedené lhůty, bude muset být právní úprava harmonizována.¹⁹³

Směrnice umožňuje lhůtu výjimečně zkrátit na minimálně 14 dnů v případech, kdy nejde o řádnou valnou hromadu, valná hromada o možnosti zkrácení předem kvalifikovanou většinou rozhodla pro období do příští řádné valné hromady, nicméně toto může být učiněno pouze za předpokladu, že daná společnost umožňuje hlasování prostřednictvím elektronickými prostředky. V porovnání s naší současnou právní úpravou tedy dojde ke zpřísňení.

3.5. Právo zařazovat body na pořad jednání

Jednání valné hromady se řídí pořadem jednání. Aby nebyli znevýhodněni akcionáři, kteří se valné hromady rozhodli nezúčastnit, a zároveň aby nebylo hlasováno o záležitostech, na které se akcionáři neměli možnost předem připravit, mohou být na valné hromadě projednávány pouze záležitosti v pořadu jednání předem zařazené.

Pořad jednání sestavuje představenstvo před svoláním valné hromady. V souladu se zásadou ochrany menšinových akcionářů a ochranou akcionářů před zneužitím pravomoci představenstva, patří mezi práva akcionáře rovněž právo domoci se stanoveným postupem zařazení další záležitosti na pořad jednání.

Zákon se přitom snaží nalézt určitou rovnováhu mezi prevencí zneužití tohoto práva a zároveň poskytnutí efektivního prostředku vlivu na řízení společnosti. Právo zařadit záležitost na pořad jednání tedy nenáleží libovolně každému akcionáři, ale je omezeno jednak co do potřebného podílu na základním kapitálu, jednak z hlediska časového. V některých státech je navíc vyžadováno, aby akcionář držel akcie společnosti po určitou dobu,¹⁹⁴ což může hrát významnou roli v případě převzetí společnosti.

Co do podílu na základním kapitálu, zákonodárce stanoví pro výkon práva zařadit záležitost na pořad jednání relativní kritérium, kdy akcionář, či jejich skupina musí mít akcie, jejichž jmenovitá hodnota přesahuje minimálně 5 %, resp. 3 % základního kapitálu, a to v závislosti na výši základního kapitálu společnosti (méně či více než 100 milionů Kč). V zahraničních právních úpravách často nalezneme vedle hranice

¹⁹³ Kromě případů náhradní valné hromady, kdy i směrnice dovoluje zkrácení až na minimálně 10 dnů (čl. 5, odst. 1, bod 3).

¹⁹⁴ Zetzsche, D. Shareholder Interaction Preceding Shareholder... *op. cit.* s. 15.

určené poměrně, alternativně i hranici absolutní.¹⁹⁵ K tomu, aby akcionáři mohli dosáhnout požadovaného prahu, je zapotřebí umožnit jim efektivně komunikovat mezi sebou (viz dále).

Samotný postup spočívá dle platné úpravy v povinnosti představenstva včlenit bod do pořadu jednání valné hromady, pokud žádost oprávněného akcionáře, resp. akcionářů je doručena společnosti před uveřejněním oznámení. Jestliže dojde žádost po jejím uveřejnění, má představenstvo tuto povinnost za předpokladu, že je možné uveřejnit doplnění pořadu jednání ve lhůtě deset dnů před konáním valné hromady způsobem určeným pro svolání valné hromady. Na samotném zasedání valné hromady lze dodatečně zařadit záležitosti do pořadu jednání pouze postupem dle § 185 odst. 4 ObchZ, tedy výlučně za účasti a se souhlasem všech akcionářů, což v praxi kótovaných společností znamená, že fakticky se tak stát nemůže.

Z hlediska časového vymezení je v našem právním řádu toto právo zakotveno v porovnání s ostatními státy dosti široce.¹⁹⁶ Lze jej totiž využít nejen jako iniciativu akcionářů k projednání určité záležitosti, ale i jako odpověď na zveřejněný pořad jednání. Toto je nicméně spojeno s nutností uveřejnění doplnění pořadu jednání, způsobem stanoveným pro uveřejněním oznámení o konání valné hromady.

Směrnice o přeshraničním výkonu práv akcionářů zaručuje toto právo akcionářům v čl. 6. Nad rámec naší právní úpravy stanoví, že žádost o zařazení bodu pořadu jednání by měla být odůvodněna, či doplněna návrhem usnesení, které má být přijato. Mimoto ukládá povinnost uveřejnit celý pozměněný pořad jednání, nikoli pouze jeho doplnění.

Směrnice dále zdůrazňuje uveřejnění v dostatečném předstihu před rozhodným dnem, resp. přede dnem konání valné hromady. Právní úprava totiž musí zaručit akcionářům možnost udělit plnou moc třetí osobě nebo případně hlasovat korespondenčně. Je otázkou, zda třídenní rozdíl v naší platné úpravě mezi dispozitivně stanoveným rozhodným dnem a dnem, kdy nejpozději může být uveřejněna změna pořadu jednání, lze považovat za dostačující.

¹⁹⁵ Německý zákon o akciových společnostech v § 122 odst. 2 AktG požaduje vysokou relativní hranici 20 % podílu na základním kapitálu, ale zároveň za postačující prohlašuje absolutní podíl ve jmenovité hodnotě 500 000 Euro.

¹⁹⁶ Zetzsche, D. Shareholder Interaction Preceding Shareholder... op. cit. s. 16 (tabulka srovnává lhůty v šesti jurisdikcích).

3.6. Právo předkládat návrhy usnesení

Právo předkládat návrhy usnesení a protinávrhy k nim (§ 180 odst. 5 ObchZ) může akcionář zásadně vykonávat pouze na valné hromadě. Je však vhodné, aby se akcionáři měli možnost s návrhem seznámit již před samotnou schůzí, a pojednání o něm je tedy zařazeno do této části.

Právo uplatňovat návrhy usnesení souvisí úzce s právem žádat zařazení bodu na pořad jednání. Z ustálené soudní judikatury lze totiž dovodit, že valná hromada může rozhodnout výlučně jen o těch návrzích, které se týkají jednotlivých bodů programu valné hromady.¹⁹⁷ **Článek 6 směrnice o přeshraničním výkonu práv akcionářů** pojednává rovnou o obou právech společně.

Dle u nás platné úpravy není právo předkládat návrhy usnesení podmíněno dosažením určitého podílu na základním kapitálu a takovou podmítku nesmí zakotovovat ani stanovy společnosti.¹⁹⁸ Jde-li o návrh usnesení stávajícího bodu pořadu jednání, návrh může předložit třeba i akcionář vlastníci jednu akciu společnosti. Pokud jde o návrh týkající se skutečnosti dosud nezařazené do pořadu jednání, akcionář musí nejprve získat podporu akcionářů disponujících stanoveným podílem na základním kapitálu k zařazení záležitosti na pořad, tak jak o tom bylo pojednáno v předchozím oddíle.

Zákon stanoví povinnost doručit společnosti písemné znění návrhů usnesení, nejméně pět pracovních dnů přede dnem konání valné hromady, jde-li o návrhy usnesení, (i) jejichž obsah je uveden v oznámení o konání valné hromady, či (ii) o kterých musí být pořízen notářský zápis. Pod první alternativu spadají mimo jiné všechny případy projednávání změn stanov, neboť dle § 184 odst. 8 ObchZ musí oznámení o konání valné hromady alespoň charakterizovat podstatu navrhovaných změn.

Představenstvo je povinno uveřejnit protinávrh se svým stanoviskem, pokud je to možné, nejméně tři dny přede dnem konání valné hromady. Zákon nespecifikuje způsob, jakým má být uveřejnění provedeno. V úvahu přichází zejména způsob, kterým

¹⁹⁷ Dědič, J., Štenglová, I., Čech, P., Kříž, R. Akciové společnosti... op. cit. s. 244.

¹⁹⁸ Štenglová, I., Plíva, S., Tomša, M. a kol. Obchodní zákoník. Komentář... op. cit. s. 606.

byla valná hromada svolána, lze však uvažovat o jakémkoli jiném, vhodném způsobu uveřejnění.¹⁹⁹

Písemné znění návrhu nemusí být společnosti předem doručeno, pokud se jedná o návrh na volbu konkrétních osob do orgánů společnosti a dále v případech, kdy se návrh sice vztahuje k určitému bodu programu, ale jde o záležitost neuvedenou v obsahu programu. Tyto návrhy mohou být tedy vzneseny přímo na valné hromadě.

Při stanovení lhůty, do kdy musí být bod zařazen do pořadu jednání či předložen návrh usnesení, je třeba vzít v úvahu několik skutečností. Předně vzhledem k udělování instrukcí v plné moci k zastoupení na valné hromadě, či ke korespondenčnímu hlasování po transpozici směrnice, je nutné poskytnout akcionářům k dispozici maximum informací předem a v písemné (zejména elektronické) podobě. Návrh, který nebude před valnou hromadou akcionářům postoupen, bude mít omezenou šanci na úspěch, neboť značná část hlasů bude de facto rozhodnuta již před samotným dnem konání valné hromady.

Delší lhůta před valnou hromadou umožňuje akcionářům seznámit se lépe s problematikou. Je však nutno mít na paměti, že tutéž příležitost dává i představenstvu. Představenstvo již tak disponuje informační i finanční výhodou a lepší infrastrukturou,²⁰⁰ což mu dává ideální zázemí k připravení se své obrany.

V některých státech se setkáváme s mnohem podrobnější úpravou, zabývající se např. i maximálním rozsahem návrhu usnesení, který má představenstvo povinnost uveřejnit. Podobně bývá omezena délka odůvodnění a podpůrných materiálů, které mají být valné hromadě v souvislosti s přijetím rozhodnutí předloženy. Obdobná právní úprava by vzhledem k nové povinnosti plynoucí ze směrnice, tedy povinnosti zpřístupnit všechny návrhy usnesení na internetových stránkách (**čl. 5 odst. 4 d)**), byla vhodná i u nás.

Ohledně příhodného komunikačního prostředku mezi společností a akcionáři platí vše, co bylo výše uvedeno v souvislosti se svoláním valné hromady. Zde je nicméně možné vycházet z toho, že akcionáři se již o valné hromadě dozvěděli a lze se spolehnout na metodu „pull.“ Ideální prostředek za každých okolností představuje však e-mail.

¹⁹⁹ Dědič J. a kol. Obchodní zákoník – komentář, díl III. § 176 - § 220zb, 1. vydání, Praha 2002, POLYGON, s. 1747 - 3055.

²⁰⁰ Zetzsche, D. Corporate governance in Cyberspace... *op. cit.* s. 32.

4. Komunikace

V kapitole 5 bylo konstatováno, že jednou z významných funkcí, kterou valná hromada má plnit, je komunikace akcionářů s vedením společnosti a akcionářů mezi sebou. Jak bylo shledáno, u současné formy pořádání valné hromady nalézáme deficit v naplňování této funkce. Valné hromady se často účastní zmocněnci, což oslabuje argument konfrontace „tváří v tvář“ akcionáře s členy vedoucích orgánů a znemožňuje komunikaci akcionářů mezi sebou.

Tato situace může být zlepšena zavedením nových forem komunikace. Potřeba vyvstává o to naléhavěji, hodlám-li připustit konání valné hromady bez fyzické účasti akcionářů (viz dále). Z tohoto důvodu se objevují názory, že akcionáři by měli být schopni komunikovat nejen na valné hromadě, ale i mimo ni.

Jak bylo vysloveno výše, těžiště distribuce informací, relevantních pro rozhodování akcionářů, se musí přesunout do fáze před konáním valné hromady. Podobně i komunikace by měla mít už zde své místo.

Vzhledem k tomu, že část hlasů je rozhodnuta již v této fázi (udělování instrukcí zmocněncům, korespondenční hlasování), musí být akcionářům umožněno ujasnit si nesrovnalosti v materiálech pro valnou hromadu ať už s vedením společnosti, či s ostatními akcionáři. Krom toho musí získat podporu pro vlastní návrhy či kandidáty do orgánů společnosti a případně též shromáždit dostatek akcionářů k výkonu práv podmíněných určitým minimálním podílem na základním kapitálu. Toto všechno odůvodňuje zařadit komunikaci již před samotnou schůzí valné hromady.

4.1. Komunikace s vedením společnosti

4.1.1. Investor relations

Přes stále rostoucí požadavky kapitálového i akciového práva se i samy společnosti v současné době snaží podporovat dobré vztahy s akcionáři, investory. Prostředky, které si toto kladou za cíl, jsou někdy obecně zahrnovány do kategorie *investor relations*. Jsou vedené snahou zajistit investorům takové informace, které potřebují k investičnímu

rozhodnutí, a snížit tak riziko podhodnocení, či nahodnocení společnosti a kolísání kursu akcií.²⁰¹

Mezi programy investor relations patří prostředky osobní i neosobní povahy. K osobním může být řazena i valná hromada, do této kategorie patří dále kupříkladu tiskové konference, či prezentace společnosti. Mezi prostředky neosobní řadíme např. zprávy o činnosti společnosti, výklad politiky společnosti v různých oblastech (péče o zaměstnance, environmentální politika), anebo speciální sekce na internetových stránkách společnosti, poskytující další informační materiály o společnosti.

V rámci dobrých vztahů společnosti s investory má komunikace s akcionáři bezesporu své důležité místo. Společnosti proto někdy speciálně vyčleňují určité zaměstnance, kteří jsou pověřeni pěstovat tyto vztahy. Součástí může být i zodpovězení určitých otázek ohledně společnosti, tedy podpora komunikace společnosti a akcionářů.

Dle platné právní úpravy má akcionář právo požadovat a dostat vysvětlení pouze na valné hromadě. Rozšíření tohoto práva mohou zajišťovat pouze stanovy společnosti. Jakýkoli pokus o výkon tohoto práva mimo valnou hromadu není společnost povinna vyslyšet, a nemusí tedy odpověd' poskytnout. Podávání vysvětlení či poskytování informací akcionářům selektivně by se navíc mohlo dostat i do rozporu s požadavkem rovného zacházení s akcionáři dle § 155 odst. 7 ObchZ.²⁰² V rámci aktivit *investor relations* může jít tedy spíše o zodpovídání obecných dotazů či otázek ohledně informací již dříve společnosti uveřejněných.

Dobré vztahy s investory jsou bezpochyby součástí řádné správy a řízení společnosti.²⁰³ Jde však o oblast, kterou právo přenechává pravidlům doporučujícího charakteru. Komunikace, probíhající tímto způsobem, není tedy akcionářům právně zaručena, záleží pouze na vůli společnosti, zda podobný nadstandard investorům poskytne či nikoli.

Bylo by vhodné, aby se této problematice do budoucna podrobněji věnoval i kodex corporate governance, nicméně vedle toho je nezbytné zakotvit i instituty právní.

²⁰¹ Heckelmann M. Hauptversammlung und Internet, 1. vydání, Baden-Baden: Nomos, 2006, 234 s., s. 66.

²⁰² Dědič J. a kol. Obchodní zákoník – komentář... op. cit. s. 1801.

²⁰³ Explicitně jsou některá výše uvedená pravidla obsažena např. ve švýcarském kodexu (kapitola I. bod 8.). Swiss Code for Best Practice for Corporate Governance. 2002. Dostupné na Internetu na stránkách Evropského Institutu Corporate Governance (navštíveno dne 8. 8. 2007) http://www.ecgi.org/codes/documents/swisscodeofbestpractice_english.pdf.

4.1.2. Právo klást otázky

Právním institutem, zabezpečujícím komunikaci mezi akcionářem a společností, je právo klást otázky a dostat na ně odpověď. To jako takové není v naší právní úpravě zakotveno. Obchodní zákoník přiznává akcionářům pouze právo požadovat vysvětlení (§ 180 odst. 1 a odst. 3 ObchZ) na valné hromadě. Tyto dva instituty nelze ztotožňovat, neboť právo požadovat vysvětlení se na rozdíl od práva klást dotazy omezuje pouze na vysvětlení již známých skutečností, nikoli na poskytnutí zcela nových informací.²⁰⁴

Právo klást dotazy, jakožto obraz práva akcionáře na informace o společnosti, je nezbytnou součástí komunikace akcionářů a společnosti.²⁰⁵ Aby si akcionáři mohli před hlasováním o návrzích udělat přesnou představu o situaci ve společnosti, musí mít i možnost získat pro rozhodnutí všechny potřebné informace. Podklady předkládané akcionářům společnosti obsahují převážně objektivní fakta, zatímco v odpovědi či vysvětlení je často obsaženo bližší odůvodnění, subjektivní hodnocení, příp. názor mluvčího. Taková informace může mnohdy akcionáři významně usnadnit zaujetí stanoviska k návrhům předkládaných usnesení.

Tyto důvody vedly i k zakotvení práva klást otázky do čl. 9 směrnice o přeshraničním výkonu práv akcionářů. Přestože toto právo je v současné době zaručeno ve většině evropských jurisdikcí, jeho úprava se vyznačuje nejednotností. Především v některých státech není ani stanovena odpovídající povinnost orgánů společnosti na položenou otázku odpovědět.²⁰⁶

4.1.2.1. Obsahové omezení

Právo klást otázky je dle znění směrnice omezeno co do obsahu na otázky související s body pořadu jednání valné hromady. Časově toto právo bliže vymezeno není. Z návrhu směrnice o přeshraničním výkonu práv akcionářů se v průběhu legislativního procesu vytratila původní formulace, která jej akcionářům zaručovala výslovně i před

²⁰⁴ Dědič J. a kol. Obchodní zákoník – komentář... *op. cit.* s. 1803.

²⁰⁵ Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe. Brusel 2002. 165 s., s.55. Dostupné na stránkách Evropské unie http://ec.europa.eu/internal_market/company/modern/index_en.htm (navštívěno dne 8. 8. 2006).

²⁰⁶ Commission Staff Working Document... *op. cit.* s. 86, 87.

samotnou valnou hromadou.²⁰⁷ Implicitně lze tento záměr dovodit z **čl. 9 odst. 2 bodu 2 směrnice**, který členským státům umožňuje, aby za odpověď na otázku akcionáře bylo považováno i zpřístupnění dané informace ve formě otázek a odpovědí na internetových stránkách společnosti.

4.1.2.2. Časové omezení

Právo klást otázky je nutné implementovat i do české právní úpravy. V této souvislosti je vhodné pozastavit se u časového vymezení tohoto práva. S jeho výkonem pouze na valné hromadě jsou totiž spojeny nemalé obtíže. Např. akcionář, který se nechá na valné hromadě zastoupit, nemá možnost udělit instrukce k hlasování na základě odpovědi členů orgánů společnosti.

Aby nedocházelo k podobnému znevýhodňování části akcionářů, přichází v úvahu především možnost klást dotazy již ode dne svolání valné hromady, kdy je uveřejněn pořad jednání. K tomu se jako vhodný způsob nabízí předně elektronický, minimálně však korespondenční styk²⁰⁸ společnosti a akcionáře, v úvahu však připadá např. i online rozhovor s představitelem společnosti.²⁰⁹ Především Internet se nabízí jako mimořádně vhodné médium, nabízející transparentní a snadno dokumentovatelnou formu diskuze.

4.1.2.3. Odpověď

Odpovědi na otázky by v každém případě měly být uveřejněny na internetových stránkách společnosti, a zpřístupněny tak všem akcionářům (metoda „pull“). Tím nebude podporována informační asymetrie mezi akcionáři, nerovné zacházení (§ 155 odst. 7 ObchZ) a situace se připodobní současnemu stavu, kdy právo žádat vysvětlení

²⁰⁷ „Aкционáři mají právo klást otázky před valnou hromadou minimálně v písemné formě a získat na ně odpověď. Odpovědi na otázky akcionářů položené v průběhu valné hromady budou zpřístupněny všem akcionářům.“ European Commission, Internal Market and Services DG. Fostering an Appropriate Regime for Shareholder's Rights. Second Consultation by the Services of the Internal Market Directorate General. MARKT/ 13.05.2005. 18 s., s. 13. Dostupné na stránkách Evropské unie http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/consultation2_en.pdf.

²⁰⁸ Komise Evropských společenství. Návrh směrnice Evropského parlamentu a Rady o vykonávání hlasovacích práv akcionáři... *op. cit.* s. 6.

²⁰⁹ Podobné rozhovory jsou u nás nabízeny např. na zpravidajských serverech. Možnost položit dotaz by bylo vyhrazeno samozřejmě pouze akcionářům, kteří by jako jediní měli přístup na zabezpečenou internetovou stránku, jejímž prostřednictvím by otázky bylo možné položit (viz. dále: autentifikace). Výsledný přepis rozhovoru by mohl být uveřejněn na internetových stránkách společnosti. Bliže Zetzsche, D. Corporate governance in Cyberspace... *op. cit.* s. 29 – 30.

je omezeno pouze na schůzi valné hromady, aby všichni přítomní akcionáři mohli vysvětlení vyslechnout.²¹⁰

Vedle toho je možné v souvislosti s **čl. 9 odst. 2 bodu 2 směrnice** uvažovat i o zproštění povinnosti odpovědět na otázku v případech, kdy byl dotaz již zodpovězen ve formě otázky a odpovědi na stránkách společnosti.²¹¹ Stejně tak je vhodné umožnit poskytnutí souhrnné odpovědi (**čl. 9 odst. 2 bodu 1**). Tím se totiž ullehčí situace společnostem, které se budou muset vypořádat pravděpodobně se zvýšeným množstvím otázek. Uveřejněné odpovědi na internetových stránkách mohou navíc sloužit jako přehledný zdroj informací i pro ostatní akcionáře.

Na druhou stranu takováto právní úprava bude zároveň i motivací pro společnosti, vstoupit do dialogu s akcionáři již před valnou hromadou. Pokud totiž bude značná část otázek zodpovězena před samotnou schůzí, zúží se prostor pro otázky na samotné valné hromadě.

Právo klást otázky s sebou nese i rizika jeho zneužití ze strany akcionáře.²¹² Zákon z tohoto důvodu musí výkon práva omezit, podobně jak je tomu u práva požadovat vysvětlení (**§ 180 odst. 1, 3, 4 ObchZ**), jinak by společnosti byly paralyzovány množstvím dotazů tisíců svých akcionářů.²¹³ Vedle vázání dotazů na pořad jednání valné hromady musí být přesně specifikovány i případy, kdy je společnost oprávněna poskytnutí informace odmítnout.

4.2. Komunikace akcionářů mezi sebou

Kodeks KCP káže v kapitole II. pod písmenem G), že „[a]кционářům včetně institucionálních akcionářů se musí dovolit, aby vzájemně konzultovali problémy, které se týkají jejich základních akcionářských práv..., až na výjimky zaměřené proti zneužívání vzájemných konzultací.“ Komunikace akcionářů mezi sebou patří rovněž mezi základní zásady dobré správy.

²¹⁰ Dědič J. a kol. Obchodní zákoník – komentář... op. cit. s. 1801.

²¹¹ V současné době je podobné pravidlo zakotveno např. v německém právu. Dle § 131 odst. 7 AktG má představenstvo možnost odepřít odpověď pokud je daná informace nepřetržitě minimálně sedm dnů před konáním valné hromady uveřejněna na stránkách společnosti.

²¹² Commission Staff Working Document... op. cit. s. 148.

²¹³ Report of the High Level Group... op. cit. s. 51.

Komunikace fyzicky shromážděných akcionářů může být v dnešní době právem považována za metou primitivní, neefektivní a nedostatečnou, a právo by mělo proto zabezpečit i další metody, dostupné snadno všem akcionářům.

4.2.1. Komunikace prostřednictvím společnosti

Jednou z forem komunikace akcionářů je striktně upravená komunikace prostřednictvím společnosti. Jde o již výše uvedené případy zařazení bodu do pořadu jednání či předložení návrhů usnesení. V jiných jurisdikcích se můžeme setkat i s jinými formami komunikace prostřednictvím společnosti, jako třeba právem akcionáře žádat uveřejnění nesouhlasného stanoviska k bodu programu.²¹⁴ Společnost je povinna uveřejnit stanovisko akcionáře na stránkách společnosti, přičemž jeho rozsah je omezen na max. 5 000 znaků.

4.2.2. Komunikace přímá

Vedle nepřímé komunikace prostřednictvím společnosti je však vhodné umožnit akcionářům i přímou komunikaci mezi sebou. V souladu s výše uvedenými důvody je nezbytné umožnit komunikaci již ve fázi před samotnou schůzí valné hromady. Pouze toto umožní včas diskutovat o návrzích, či eventuelně získat podporu pro návrhy vlastní.

Důležitým kritériem, které je třeba vzít v úvahu v případě volby vhodného komunikačního prostředku, jsou náklady, jež akcionáři vznikají v důsledku použití daného nástroje. Jen prostředek snadno dostupný, jehož užití je spojeno s minimálnimi náklady, se může stát prostředkem efektivním.

Pro přímou komunikaci akcionářů se nabízí dvě jednoduché varianty. Na jedné straně je to komunikace v diskusním fóru na Internetu, což je nejrychlejší, nejlevnější a nejfektivnější dostupný prostředek, na druhé straně přichází v úvahu přímé oslovení akcionářů.

²¹⁴ Např. v Německu 126 odst. 1 AktG. *Zetzsche, D. Explicit nad Implicit System of Corporate Control...op. cit. s. 42.*

4.2.2.1. Internetové diskusní fórum

Internetové diskusní fórum může být velmi efektivním nástrojem, pokud jej bez obtíží mohou akcionáři nalézt a vkládat tam své příspěvky. Internetová fóra na stránkách zřízených akcionáři představují určitý problém v tom smyslu, že akcionáři mají omezenou možnost se o nich dozvědět, případně mohou mít problém s jejich nalezením (zejména v případě, kdy se jméno společnosti pravidelně objevuje v médiích, internetové vyhledávače nemusí být dostatečně efektivním nástrojem pro jejich nalezení). Jsou známy případy, kdy akcionáři používají reklamy k upozornění na jejich internetové stránky, ale taková praxe je zásadně využívána pouze při mimořádných situacích jako jsou nepřátelská převzetí.²¹⁵

Jako řešení se nabízí právem určené internetové stránky, které mohou akcionáři k vymezenému účelu používat. V úvahu připadá např. společností zabezpečované fórum na stránkách společnosti, či na zvláštní internetové adrese, na kterou stránky společnosti odkazují. V takovém případě je však upozorňováno na možná nebezpečí s tímto spojená, zejména publikování nevhodných, či dokonce manipulativních zpráv, jejichž účelem je snaha ovlivnit kurs akcie.²¹⁶

Jiné řešení poskytuje např. německé právo. Zde akcionáři mají možnost sbírat podporu pro své návrhy, k jejichž výkonu je nezbytné dosažení určitého podílu na základním kapitálu, v zvláštním oddile elektronického Obchodního věstníku. Akcionář zde může za minimální poplatek otevřít akcionářské fórum (*Aktionärsforum*) pro danou společnost²¹⁷ a uveřejnit své záměry či návrhy spolu s odůvodněním (zpravidla ve formě odkazu na vlastní internetové stránky). Ostatní akcionáři mají posléze přístup do tohoto fóra zdarma.

4.2.2.2. Přímé oslovení akcionářů

Přímé oslovení akcionářů je možné pouze za předpokladu, že společnost vydala akcie na jméno. Jinak zůstávají akcionáři v anonymitě nejen vůči společnosti, ale i mezi sebou.

²¹⁵ Zetzsche, D. Corporate Governance in Cyberspace... *op. cit.* s. 34.

²¹⁶ Report of the High Level Group... *op. cit.* p. 54.

²¹⁷ Německý zákon o akciových společnostech § 127a AktG. Akcionářské fórum elektronického Obchodního věstníku SRN (*elektronischer Bundesanzeiger*) dostupné na adrese www.ebundesanzeiger.de (navštíveno dne 8. 8. 2007).

Dle § 156 odst. 2 ObchZ má akcionář nárok na získání opisu seznamu akcionářů, kteří jsou vlastníky akcií na jméno, a to také za úhradu nákladů. Problematičnost této formy komunikace spočívá nicméně v její nákladnosti, zdlouhavosti (sedmidenní lhůta k vydání opisu, poštovní styk) a faktu, že v mezinárodních vztazích se v seznamu místo akcionáře objeví opatrovatel, takže přes vynaložené úsilí a náklady se informace ke konečnému akcionáři stejně nedostane. Seznam akcionářů obsahuje pouze adresu bydliště, resp. sídla akcionáře (§ 156 odst. 2 ObchZ), a kontakt může být proto využit pouze ke korespondenčnímu styku.

Nutno podotknout, že i kdyby snad seznam akcionářů obsahoval elektronickou adresu akcionářů, i tak by rozesílání vysokého počtu e-mailů v řádu tisíců představovalo pro akcionáře finančně náročnou záležitost.

Přímé oslovení akcionářů z uvedených důvodů představuje prostředek vyhrazený mimořádným situacím, a proto nestačí jako jediná zaručená forma komunikace mezi akcionáři. Zákonodárce by tedy měl přistoupit k zakotvení i další formy komunikace akcionářů mezi sebou, která by umožňovala jejich vyšší součinnost.

5. Zastoupení

V dnešní době již není umožnění pouhé fyzické účasti na valné hromadě považováno za adekvátní a dostatečnou záruku řádného fungování valné hromady. Aby mohli akcionáři efektivně participovat na rozhodování, musí jim být dána možnost účastnit se hlasování také *in absentia*. Toto může být vykonáno buď prostředky mimo valnou hromadu (např. korespondenčním hlasováním, elektronicky), nebo během schůze valné hromady prostřednictvím zmocněnce (*proxy voting*).

Mluvíme-li o fázi přípravy valné hromady, musí dojít především k udělení plné moci. Zákon požaduje pro účast na valné hromadě vydání speciální plné moci, pro kterou výslovně zakotvuje požadavek písemné formy (§ 184 odst. 1 ObchZ). Další náležitosti plné moci mohou předepisovat stanovy společnosti, častý je např. požadavek úředně ověřeného podpisu akcionáře.²¹⁸ Ve zbytku je třeba vycházet z obecné úpravy v § 22 a následně. V případě zastoupení na valné hromadě se jedná o plnou moc hmotněprávní, opravňující zmocněnce k výkonu všech práv, která akcionáři na valné

²¹⁸ Dědič, J., Štenglová, I., Čech, P., Kříž, R. Akciové společnosti... op. cit. s. 419.

4.2.2.1. Internetové diskusní fórum

Internetové diskusní fórum může být velmi efektivním nástrojem, pokud jej bez obtíží mohou akcionáři nalézt a vkládat tam své příspěvky. Internetová fóra na stránkách zřízených akcionáři představují určitý problém v tom smyslu, že akcionáři mají omezenou možnost se o nich dozvědět, případně mohou mít problém s jejich nalezením (zejména v případě, kdy se jméno společnosti pravidelně objevuje v médiích, internetové vyhledávače nemusí být dostatečně efektivním nástrojem pro jejich nalezení). Jsou známy případy, kdy akcionáři používají reklamy k upozornění na jejich internetové stránky, ale taková praxe je zásadně využívána pouze při mimořádných situacích jako jsou nepřátelská převzetí.²¹⁵

Jako řešení se nabízí právem určené internetové stránky, které mohou akcionáři k vymezenému účelu používat. V úvahu připadá např. společností zabezpečované fórum na stránkách společnosti, či na zvláštní internetové adrese, na kterou stránky společnosti odkazují. V takovém případě je však upozorňováno na možná nebezpečí s tímto spojená, zejména publikování nevhodných, či dokonce manipulativních zpráv, jejichž účelem je snaha ovlivnit kurs akcie.²¹⁶

Jiné řešení poskytuje např. německé právo. Zde akcionáři mají možnost sbírat podporu pro své návrhy, k jejichž výkonu je nezbytné dosažení určitého podílu na základním kapitálu, v zvláštním oddíle elektronického Obchodního věstníku. Akcionář zde může za minimální poplatek otevřít akcionářské fórum (*Aktionärsforum*) pro danou společnost²¹⁷ a uveřejnit své záměry či návrhy spolu s odůvodněním (zpravidla ve formě odkazu na vlastní internetové stránky). Ostatní akcionáři mají posléze přístup do tohoto fóra zdarma.

4.2.2.2. Přímé oslovení akcionářů

Přímé oslovení akcionářů je možné pouze za předpokladu, že společnost vydala akcie na jméno. Jinak zůstávají akcionáři v anonymitě nejen vůči společnosti, ale i mezi sebou.

²¹⁵ Zetzsche, D. Corporate Governance in Cyberspace... op. cit. s. 34.

²¹⁶ Report of the High Level Group...op.cit. p. 54.

²¹⁷ Německý zákon o akciových společnostech § 127a AktG. Akcionářské fórum elektronického Obchodního věstníku SRN (*elektronicher Bundesanzeiger*) dostupné na adrese www.ebundesanzeiger.de (navštíveno dne 8. 8. 2007).

Dle § 156 odst. 2 ObchZ má akcionář nárok na získání opisu seznamu akcionářů, kteří jsou vlastníky akcií na jméno, a to toliko za úhradu nákladů. Problematičnost této formy komunikace spočívá nicméně v její nákladnosti, zdlouhavosti (sedmidenní lhůta k vydání opisu, poštovní styk) a faktu, že v mezinárodních vztazích se v seznamu místo akcionáře objeví opatrovatel, takže přes vynaložené úsilí a náklady se informace ke konečnému akcionáři stejně nedostane. Seznam akcionářů obsahuje pouze adresu bydliště, resp. sídla akcionáře (§ 156 odst. 2 ObchZ), a kontakt může být proto využit pouze ke korespondenčnímu styku.

Nutno podotknout, že i kdyby snad seznam akcionářů obsahoval elektronickou adresu akcionářů, i tak by rozesílaní vysokého počtu e-mailů v řádu tisíců představovalo pro akcionáře finančně náročnou záležitost.

Přímé oslovení akcionářů z uvedených důvodů představuje prostředek vyhrazený mimořádným situacím, a proto nestačí jako jediná zaručená forma komunikace mezi akcionáři. Zákonodárce by tedy měl přistoupit k zakotvení i další formy komunikace akcionářů mezi sebou, která by umožňovala jejich vyšší součinnost.

5. Zastoupení

V dnešní době již není umožnění pouhé fyzické účasti na valné hromadě považováno za adekvátní a dostatečnou záruku řádného fungování valné hromady. Aby mohli akcionáři efektivně participovat na rozhodování, musí jim být dána možnost účastnit se hlasování také *in absentia*. Toto může být vykonáno buď prostředky mimo valnou hromadu (např. korespondenčním hlasováním, elektronicky), nebo během schůze valné hromady prostřednictvím zmocněnce (*proxy voting*).

Mluvíme-li o fázi přípravy valné hromady, musí dojít především k udělení plné moci. Zákon požaduje pro účast na valné hromadě vydání speciální plné moci, pro kterou výslovně zakotvuje požadavek písemné formy (§ 184 odst. 1 ObchZ). Další náležitosti plné moci mohou předepisovat stanovy společnosti, častý je např. požadavek úředně ověřeného podpisu akcionáře.²¹⁸ Ve zbytku je třeba vycházet z obecné úpravy v § 22 a následně. V případě zastoupení na valné hromadě se jedná o plnou moc hmotněprávní, opravňující zmocněnce k výkonu všech práv, která akcionáři na valné

²¹⁸ Dědič, J., Štenglová, I., Čech, P., Kříž, R. Akciové společnosti... op. cit. s. 419.

hromadě náleží. Vzhledem k tomu, že výkon práv akcionáře není právním úkonem, nejedná se o plnou moc k zastoupení při právním úkonu (**§ 31 odst. 1 OZ**), ale o plnou moc k výkonu práva. Protože zvláštní právní úprava pro plnou moc k výkonu práva neexistuje, je třeba použít úpravu nejbližší, tedy přiměřeně aplikovat ustanovení **§ 31 a násł. OZ.**²¹⁹

Aкционář může být ohledně jedné akcie zastoupen pouze jedním zmocněncem, nicméně pokud je vlastníkem více akcií, může být zastoupen ohledně různých akcií různými zmocněnci.²²⁰ Toto má význam hlavně v případech, kdy jsou jeho akcie vedeny na více majetkových účtech, neboť pro akcionáře může být jednodušší, nechat se zastupovat různými zmocněnci ohledně akcií na každém z účtů (účet vlastníka v centrální či navazující evidenci). Směrnice zdůrazňuje zákaz omezení možnosti zastoupení různými zmocněnci v případě více majetkových účtů (**čl. 10 odst. 2 bod 2**). Současná účast zmocněnce a akcionáře na valné hromadě je, vzhledem k účelu tohoto institutu vyloučena,²²¹ i když v české literatuře se dříve objevoval i názor opačný.²²² Dle soudní judikatury neexistuje takové zákonem zaručené právo, a záleží tedy na valné hromadě samotné, zda účast připustí.²²³ Zmocněnec musí být však vždy oprávněn jednat jménem akcionáře samostatně.²²⁴ Zákonná právní úprava nebrání zmocněnci v současném zastupování více akcionářů, přičemž za každého akcionáře může dokonce hlasovat odlišným způsobem. Tento požadavek zakotvuje i směrnice v **čl. 10 odst. 5**, a stanovy tedy nebudou do budoucna v tomto směru moci obsahovat žádná omezení.

Naše současná právní úprava nestojí se směrnicí a zásadami dobré správy v tomto směru přímo v rozporu. Problém systému, kdy si akcionář sám musí svého zástupce najít, nést náklady zastoupení, vystavit mu plnou moc atd., však spočívá v tom, že pro běžného akcionáře přináší komplikace podobné jako při účasti osobní. Právní úprava a kodex corporate governance by tedy měly společnosti nutit k tomu, aby akcionářům tento proces co možná nejvíce usnadnily. Jen pak se bude jednat o příhodný a efektivní nástroj výkonu práv akcionáře.

²¹⁹ Rozhodnutí Nejvyššího soudu ČR 29 Odo 215/2002.

²²⁰ Dědič J. a kol. Obchodní zákoník – komentář... *op. cit.* s. 2221; Štenglová, I., Plíva, S., Tomša, M. a kol. Obchodní zákoník. Komentář. 11. vydání. Praha: C. H. Beck, 2006, 1528 s., s. 683.

²²¹ Tuto možnost by nicméně mohly dovolovat stanovy společnosti. Štenglová, I., Plíva, S., Tomša, M. a kol. Obchodní zákoník. Komentář... *op. cit.* s. 606, 683.

²²² Dědič J. a kol. Obchodní zákoník – komentář... *op. cit.* s. 1800.

²²³ Rozhodnutí Nejvyššího soudu ČR 29 Odo 701/2004.

²²⁴ Rozhodnutí Nejvyššího soudu ČR 29 Odo 215/2002.

5.1. Plná moc

K platnému zastoupení akcionáře na valné hromadě je třeba, aby akcionář vystavil svému zmocněci speciální plnou moc. Toto může společnost akcionářům uléhčit např. tím, že jim dá k dispozici její formulář. Jeho vyplněním akcionář snadno jmenuje svého zmocněnce pro konkrétní valnou hromadu. Formulář bude muset být k dispozici dle požadavku směrnice (**čl. 5 odst. 4 písm. e)**) na internetových stránkách společnosti, je myslitelné i jeho rozeslání přímo s pozvánkou na valnou hromadu.

Formulář plné moci může akcionář použít ke zmocnění libovolného zástupce. Aby měl formulář co nejširší možné použití, musí akcionář nabídnout možnost zmocnění bez udělení pokynů, ale i umožnit udělit instrukce k hlasování o každém jednotlivém bodu programu. Musí tedy patřičně korespondovat s pořadem jednání valné hromady. Některé právní rády podrobně stanoví jeho obsahové požadavky,²²⁵ či jej dokonce podrobují kontrole veřejné moci.²²⁶ V souvislosti s poskytnutím formuláře by navíc měla společnost poučit akcionáře o možnostech zastoupení.

V závěru je nutné zdůraznit, že poskytnutí formuláře plné moci je pouze nabídnutím pomocí akcionářům. Stanovy nemohou vyžadovat, aby plná moc byla výlučně udělována pouze za jeho použití.²²⁷

5.2. Zmocněnec

Směrnice si vytka za cíl rozšíření možnosti zastoupení akcionáře a zakazuje veškerá omezení výběru osoby zástupce, kromě požadavku způsobilosti k právním úkonům (**čl. 10 odst. 1 bod 2**). Ze zákona bude muset být tedy vypuštěn zákaz jmenování zmocněncem člena představenstva či dozorčí rady (**§ 184 odst. 1 ObchZ**), nadále nebude ani aplikovatelný **§ 22 odst. 2 OZ**, ze kterého vyplývá, že zmocněncem musí být osoba, jejíž zájmy nejsou v rozporu se zájmy akcionáře.

²²⁵ Např. ve Velké Británii je vyžadováno, aby formulář obsahoval u každého návrhu usnesení políčka „pro návrh“, „proti návrhu“ a „zdržuji se,“ přičemž akcionář instrukce udělí pouhým zaškrtnutím příslušného políčka. Commission Staff Working Document... *op. cit.* s. 102.

²²⁶ Kontrola formuláře je prováděna např. v Belgii či USA. Commission Staff Working Document... *op. cit.* s. 96.

²²⁷ Dědič, J., Štenglová, I., Čech, P., Kříž, R. Akciové společnosti... *op. cit.* s. 419, 420.

Pro případy, kdy hrozí u osoby zmocněnce a akcionáře střet zájmů, směrnice nedovoluje zakázat zmocnění této osoby, umožňuje však uložit tři druhy omezení: (i) zmocněnc má povinnost oznámit akcionáři určité konkrétní skutečnosti; (ii) možnost vyloučení nebo omezení výkonu hlasovacího práva, pokud akcionář neudělí zmocněnci pokyny ke každému jednotlivému usnesení; a konečně (iii) zákaz udělení substituční plné moci, což však nesmí zmocněnci, který je právnickou osobou, bránit ve výkonu práv. Směrnice demonstrativně vymezuje i případy, kdy hrozí střet zájmů, což jsou právě případy udělení plné moci členu představenstva či dozorčí rady, či např. zaměstnanci společnosti.

Právní úprava směrnice sleduje v tomto případě možnosti zmocnění jakéhokoli zástupce, jehož si akcionář vybere. Na jedné straně je nelogické, proč by akcionář, který plně podporuje návrhy představenstva a na valné hromadě by rád hlasoval ve prospěch všech představenstvem předložených návrhů, si měl shánět a platit zástupce pro výkon hlasovacího práva. V jiných jurisdikcích²²⁸ je tedy možné, aby akcionář udělil plnou moc např. předsedovi představenstva či valné hromady.²²⁹

Na druhou stranu plynou ze zmocnění osob, jejichž zájmy se mohou dostat do střetu se zájmy akcionáře, rizika. Předně hrozí, že zmocněnc nebude rádně zastupovat zájmy akcionáře a bude se hlasy snažit využít ve svůj prospěch či ve prospěch třetí osoby. Z tohoto důvodu směrnice členským státům umožňuje, aby podmínily zmocnění těchto osob udělením hlasovacích pokynů ke každému návrhu usnesení (**čl. 10 odst. 3 písm. b)**). Zmocněnc má povinnost hlasovat vždy v souladu s těmito pokyny (**čl. 10 odst. 4**). Pokud dojde po udělení pokynů ke změnám návrhů usnesení či jsou dodatečně předloženy návrhy nové, může být zákonem zmocněnci uložena povinnost zdržet se hlasování a hlasy tohoto akcionáře pro jistotu propadnou. Přísné vázání výkonu hlasovacího práva na hlasovací pokyny se snaží vyloučit možná rizika. V tomto případě by po zmocněnci navíc zákon měl vyžadovat, aby byl po stanovenou dobu schopen prokázat, že hlasoval v souladu s udělenými pokyny (**čl. 10 odst. 4 bod 2**).

²²⁸ Lucembursko, Velká Británie, Portugalsko atd.

²²⁹ Report of the High Level Group...*op.cit.* p. 52.

5.2.1. Zmocněnec poskytnutý společností

Směrnice stanoví taxativní výčet dovolených omezení jmenování zástupce, a proto je možné uvažovat, že i u nás bude přípustná praxe obvyklá v jiných státech,²³⁰ a to že společnosti ve skutečnosti samy nabídnou akcionáři osobu, kterou on může k výkonu svých akcionářských práv na valné hromadě zmocnit. Náklady zastoupení nese v tomto případě společnost. Celý proces se pro akcionáře výrazně zjednoduší, neboť stačí pouhé vyplnění formuláře plné moci a instrukcí k hlasování.

Popsaný způsob zastoupení je hojně využíván jednak jako možná alternativa ke korespondenčnímu hlasování, jednak pro případy elektronického hlasování prostřednictvím zmocněnce (*electronic proxy voting*, viz. dále). V prvním případě akcionář udělí plnou moc a instrukce ke každému návrhu usnesení korespondenčně, čímž de facto hlasuje, formálně právně však jeho jménem hlasuje dle pokynů až zmocněnec na valné hromadě. V druhém případě jsou zmocněnci udělovány hlasovací pokyny k jednotlivým návrhům elektronicky, a to často i v průběhu valné hromady, což umožňuje akcionáři reagovat na dění během schůze valné hromady.

V případě zastoupení, kdy je zmocněnec striktně vázán hlasovacími pokyny, není nejdůležitější jeho nezávislost. Jeho zmocnění zastupovat akcionáře je natolik omezeno, že se fakticky (nikoli právně) stává pouze jakýmsi poslem vůle akcionáře.²³¹ Především pro akcionáře nerezidenty představuje tento typ zastoupení však vysoce efektivní, jednoduchý a levný prostředek, který může značně přispět k zapojení se akcionářů do dění ve společnosti.

V mnoha jurisdikcích navíc došlo k zavedení elektronického hlasování prostřednictvím zmocněnce právě pouze umožněním zmocnit společností navrženého a sponzorovaného zástupce.²³² Ovládání informačního systému, jehož prostřednictvím jsou přijímány pokyny třeba i od tisíců akcionářů současně, je schopen zajistit jeden jediný zmocněnec. Zmocněnec musí mít však schopnost s informačním softwarem pracovat.

²³⁰ Systém je přípustný např. v Německu (označován jako *Verwaltungsstimmrecht*).

²³¹ Noack, U. Hauptversammlung und Internet... op. cit. s. 21.; Zetzsche, D. Virtual Shareholder Meetings... op. cit. s. 33.

²³² Zetzsche, D. Virtual Shareholder Meetings... op. cit. s. 33. V Německu bylo elektronické hlasování prostřednictvím zmocněnce (*Verwaltungsstimmrecht*) umožněno změnou § 134 odst. 3 AktG podobně, jak bylo popsáno.

Elektronické hlasování prostřednictvím zmocněnce tedy není myslitelné bez "předvýběru" osoby zmocněnce společnosti. Vzhledem k minimálním rizikům²³³ zneužití zmocnění v popsaných případech se evropský zákonodárce rozhodl nenutit společnosti k povinnosti zjednat si pro tuto činnost nezávislou třetí osobu (např. notáře, auditora), neboť toto by vedlo pouze k zvýšení již tak nemalých nákladů, se zavedením elektronického systému hlasování spojených.

5.3. Udělení plné moci a její oznámení společnosti

Oba uvedené úkony musí být pro akcionáře co možná nejjednodušší, při zachování potřebné míry bezpečnosti. **Čl. 11 odst. 2** zakotví do budoucna pro stanovení požadavků zásadu přiměřenosti. Tyto úkony mohou být tedy podrobeny pouze takovým formálním požadavkům, které jsou nezbytné k zajištění ověření totožnosti akcionáře a zmocněnce, nebo k ověření obsahu hlasovacích pokynů a jsou zároveň k dosažení těchto cílů přiměřené.

V současné době je dle zákonné právní úpravy u nás vyžadováno písemné udělení plné moci zmocněnci, který se jí posléze osobně prokáže na valné hromadě. Oznámení plné moci společnosti přede dnem konání valné hromady není zákonem vyžadováno.²³⁴ Pro zachování písemné formy a platnosti písemného právního úkonu platí ustanovení § 40 odst. 3 a 4 OZ ve spojení se zákonem č. 227/2000 Sb. o elektronickém podpisu. Dle této právní úpravy je možné vystavit písemnou plnou moc podepsanou elektronicky.

Směrnice si nicméně vytkla za cíl, aby se stalo minimálním standardem v Evropské unii, který bude muset každá kótovaná společnost svým akcionářům nabídnout, provedení celého procesu zmocnění elektronicky, tedy nejen udělení elektronické plné moci, ale i její oznámení. Dle čl. 11 odst. 1 bude mít každá společnost povinnost nabídnout akcionářům alespoň jeden účinný způsob oznámení plné moci elektronickými prostředky.

²³³V případě elektronického udělování pokynů probíhá celý proces automaticky. Software vyhodnotí počet kladných a počet záporných hlasů, které následně zmocněnec oznámí během hlasování na valné hromadě.

²³⁴V některých státech společnosti mohou podmínit účast akcionáře na konkrétní valné hromadě tím, že akcionář společnosti v určité lhůtě oznámí, že se bude účastnit, osobně nebo v zastoupení. Např. německý zákon o akciových společnostech v § 123 odst. 2 AktG.

U nás se mohou z tohoto pohledu objevovat doposud problémy technického charakteru vzhledem k praxi, kdy zástupce oznamuje plnou moc společnosti při příchodu na valnou hromadu. I když zmocněnec obdrží plnou moc podepsanou elektronickým podpisem, při příchodu na valnou hromadu se jí může prokázat pouze na datovém nosiči. Elektronicky podepsaná plná moc nemůže být jednoduše převedena do listinné formy, a zmocněnec ji tudíž může prezentovat pouze v digitální podobě.²³⁵

Požadavek směrnice, aby bylo možné udělit plnou moc elektronicky (čl. 11 odst. 1), je tedy v našem právu naplněn. Nad rámec dosavadní úpravy bude muset být nicméně stanovena společnostem povinnost přijímat její oznámení elektronickými prostředky.

Společnosti navíc nemusí lpět pouze na plné moci podepsané elektronicky dle **zákona č. 227/2000 Sb. o elektronickém podpisu**, ale mohou samy nabídnout akcionářům elektronické formy ještě dostupnější, jako je třeba on-line vyplňovaný formulář plné moci apod. (problematika autentifikace akcionáře viz. dále).

Zákon bude rovněž muset v reakci na směrnici zakázat uložení jakýchkoli dalších omezení zastoupení či dodatečných formálních požadavků stanovami. Nesmí být např. omezen počet akcionářů, které může zastupovat jeden zmocněnec. Krom toho se v materiálech Evropské komise výslovně poukazuje na neblahé důsledky praxe v některých členských státech, kde společnosti vyžadují dokonce úřední ověření podpisu akcionáře na plné moci.²³⁶ Bohužel se tato výtná týká i mnohých společností v České republice.²³⁷ Toto je možné chápat jako na jedné straně nepotřebnou byrokratickou zátěž pro akcionáře, na druhé straně diskriminaci zahraničních akcionářů, kteří během poměrně krátké lhůty před valnou hromadou musí stihnout mimo jiné i superlegalizaci podpisu na své plné moci.

5.4. Udělení pokynů zmocněnci

Trochu odlišná je situace u formy udělování hlasovacích pokynů. Pro ty ani české právo, ani evropské právo povinnou formu nestanoví. Zvláštní forma může především vyplývat z dohody o plné moci, eventuelně z povinnosti prokazovat jejich existenci a obsah (viz. výše).

²³⁵ Legislativní úprava, která autorizovanou konverzi dokumentů podepsaných elektronickým podpisem do listinné podoby umožní, se připravuje.

²³⁶ Fostering an Appropriate Regime for Shareholder's Rights. Second Consultation by the Services of the Internal Market Directorate General... *op. cit.* s. 15.

²³⁷ Dědič, J., Štenglová, I., Čech, P., Kříž, R. Akciové společnosti... *op. cit.* s. 419.

V případě individuálního zastoupení akcionáře je myslitelné udělování pokynů zástupci zcela libovolně, např. ústně, telefonicky, či elektronicky. V případech, kdy jeden zmocněnec zastupuje velké množství akcionářů (zejména za situace, kdy jde o zástupce navrženého společnosti), je ideálním způsobem forma elektronická (on-line udělené instrukce jsou automaticky vyhodnocovány a přepočítány na hlasy akcionářů). Jako přijatelná se však jeví i jiná písemná forma (elektronická pošta, listinný dokument zasláný poštou). Instrukce mohou být rovněž součástí samotné plné moci.

Z hlediska elektronického hlasování prostřednictvím zástupce (*electronic proxy voting*) je významná elektronická forma udělování pokynů. Tento typ elektronické valné hromady je založena na spojení fyzické schůze valné hromady a Internetu prostřednictvím osoby zmocněnce. Zmocněnec je fyzicky přítomen na valné hromadě a akcionář mu prostřednictvím Internetu uděluje instrukce k hlasování. Aby akcionáři mohli maximálně využít tohoto modelu hlasování, je vhodné, aby měli možnost sledovat audiovizuální přenos dění valné hromady na Internetu (viz. dále).

Samostatně je třeba upravit udělování instrukcí v případech, kdy je místo konečného investora za akcionáře považován opatrovatele (viz výše). V těchto případech by jednak měla být opatrovateli uložena povinnost zmocnit konečného investora k účasti na valné hromadě, pokud o to konečný investor požádá,²³⁸ stejně tak jako povinnost opatrovatele řídit se hlasovacími pokyny konečného investora v případě, že si ten nepřeje osobně se valné hromadě účastnit.²³⁹

5.5. Výkon práv zmocněncem

K zastoupení zmocněncem je třeba doplnit ještě dvě poznámky. Předně směrnice v čl. 10 odst. 1 stanoví, že zmocněnec má na valné hromadě stejná práva vyslovit se a klást otázky, jaká by měl akcionář, kterého zastupuje. To platí obecně i v našem právu.

V této souvislosti se ovšem nabízí otázka, zda by takto široké oprávnění měl mít i zástupce, který zastupuje více akcionářů, jež udělili protichůdné hlasovací pokyny, nebo zda by toto mělo být vyhrazeno pouze pro individuálního zmocněnce, eventuelně

²³⁸ Final Report of the Expert Group on Cross-Border Voting in Europe... *op. cit.* s. 38.

²³⁹ Commission Staff Working Document... *op. cit.* s. 27; Final Report of the Expert Group on Cross-Border Voting in Europe... *op. cit.* s. 39.

zmocněnce, jemuž se od všech akcionářů dostalo identických hlasovacích pokynů.²⁴⁰ Z díce směrnice možnost stanovit omezení pro hromadné zmocněnce nevyplývá, nicméně v přípravných dokumentech a komentářích k návrhu směrnice byla možnost omezení zmiňována vzhledem k legitimním důvodům, jež se k tomu nabízejí. Aby nebyla část akcionářů zastoupených hromadným zmocnencem diskriminována, bylo zvažováno umožnit zmocněnci výkon jiných práv než hlasování pouze za předpokladu výslovného zmocnění v plné moci. Jak však bylo řečeno, tuto úpravu se do finálního znění směrnice nepodařilo prosadit.

6. Autentifikace akcionáře

Autentifikace, neboli doložení oprávnění vykonávat práva spojená s akcií, je nutným předpokladem výkonu všech práv akcionáře. Je nutné zajistit, aby práva vykonával pouze oprávněný akcionář a aby nebylo za tutéž akcií hlasováno dvakrát. Jak systém funguje v českém právu dle platné právní úpravy, bylo popsáno. Pro připomenutí, obchodní zákoník vychází z autentifikace akcionáře vůči společnosti²⁴¹ na základě seznamu akcionářů, výpisu z evidence zaknihovaných cenných papírů, předložení listinných akcií či předložení písemného prohlášení osoby, která vykonává úschovu nebo uložení.

Směrnice v čl. 7 odst. 4 v souvislosti s autentifikací zakotvuje opět zásadu přiměřenosti. Na prokazování postavení akcionáře lze klást pouze ty požadavky, které jsou nezbytné k zajištění ověření totožnosti akcionáře, a pouze v rozsahu, v němž jsou pro dosažení tohoto cíle přiměřené.

Nově je nutné zabývat se především problematikou elektronické autentifikace. Vedle již existující alternativy pro autentifikaci v podobě elektronického podpisu

²⁴⁰ European Commission. Synthesis of the Comments on the Second Consultation Document of the Internal Market and Services Directorate-General. "Fostering an Appropriate Regime for Shareholders' Rights." 2005. 23 s., s. 17, 18. Dostupné na Internetu na http://ec.europa.eu/internal_market/company/shareholders/index_en.htm (navštívěno dne 18. 9. 2007); Commission Staff Working Document... *op. cit.* s. 28; Komise Evropských společenství. Návrh směrnice Evropského parlamentu a Rady o vykonávání hlasovacích práv akcionáři společnosti, které mají sídlo v členském státě a jejichž akcie jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu. Brusel 2006, KOM (2005) 685 v konečném znění, 2005/0265, 18 s., s. 7, dostupné na Internetu http://ec.europa.eu/internal_market/company/shareholders/index_en.htm (navštívěno dne 18. 9. 2007).

²⁴¹ Vzhledem k problémům spojených s autentifikací akcionářů v případech mezinárodní držby akcií, prostřednictvím řetězce opatrovatelů, je v současné době aktivně diskutováno, jakým způsobem a který z opatrovatelů v řetězci by měl být do autentifikace akcionáře zapojen. Viz. bliže: Cross-border Voting in Europe... *op. cit.* s. 8, 45 – 47.

(zákon č. 227/2000 Sb. o elektronickém podpisu), jehož zabezpečené formy by mohly být při prokazování postavení akcionáře používány, nabízejí se i nové a efektivnější metody, známé z oblasti internetového bankovnictví, či elektronického obchodování (*E-commerce*).²⁴²

Nutno uzavřít, že spolehlivé metody internetové autentifikace již byly vynalezeny, stačí je nyní pouze implementovat i do oblasti obchodního práva. I když nelze selhání a zneužití elektronických prostředků nikdy vyloučit, samotná obava by neměla být překážkou jejich zavedení.²⁴³ Již v jiných oblastech prokázaly svou efektivitu.

Fáze II. Schůze valné hromady

Druhou fází procesu pořádání valné hromady rozumíme konání samotné schůze. Bylo konstatováno, že řada práv na řízení společnosti má již své místo v přípravné fázi, přesto samotná schůze představuje nejdůležitější platformu pro výkon práva akcionáře podílet se na řízení společnosti vůbec, a to zejména vzhledem k rozhodování, které se na ní odehrává.

Konání schůze valné hromady zahrnuje celou řadu technických záležitostí, pro jejichž rozbor zde není prostor. V následujícím výkladu se tedy v souladu s tématem této práce zaměřím na samotný výkon práv akcionářů, a to zejména v těch aspektech, v nichž je možné, zavedením moderních komunikačních metod, docílit jeho zefektivnění a zjednodušení.

Směrnice o přeshraničním výkonu práv akcionářů otevírá společnostem možnosti experimentovat se zaváděním moderních komunikačních prostředků a zároveň obligatorně ukládá určitý minimální standard jejich zavedení. **Čl. 8 odst. 2** předepisuje pro omezení použití elektronických prostředků, s cílem umožnit akcionářům účast na valné hromadě, opět zásadu přiměřenosti. Členské státy mohou ukládat pouze takové požadavky a omezení, jež jsou nezbytné k zajištění ověřování totožnosti akcionářů

²⁴² V případě seznamu akcionářů se nabízí jednoduchý příklad. Spolu s pozvánkou na valnou hromadu může společnost současně rozeslat akcionáři i speciální kód. Pomocí osobních údajů a tohoto kódu získá akcionář přístup do internetové aplikace podobné třeba on-line bankovnímu kontu, ze kterého může pohodlně vykonávat svá práva – udělit plnou moc a instrukce, klást otázky, hlasovat. Pokud by šlo o akcionáře vlastníci akcie na majitele, společnost by kód odesíala např. po obdržení prohlášení osoby, která vykonává úschovu nebo uložení, což by pochopitelně s ohledem na lhůty muselo proběhnout elektronicky. Podobný systém je v Německu mnohými kótovanými společnostmi využíván (např. RWE.AG).

²⁴³ Synthesis of the Comments on the Second Consultation... *op. cit.* s. 13.

a zabezpečení elektronické komunikace a které jsou zároveň přiměřené těmto cílům. Členským státům se tímto zakazuje klást překážky zavádění moderních telekomunikačních prostředků a my snad můžeme doufat, že se i k nám dostane institut známý v jiných státech pod pojmem virtuální valná hromada.

1. Virtuální valná hromada

Pod pojmem virtuální valná hromada se diskutuje o různých možnostech zapojení Internetu do konání valné hromady a jejímu přizpůsobení potřebám 21. století. Elektronická média nicméně mohou být do konání valné hromady integrována různým způsobem, a proto pojem virtuální valná hromada není pojmem přesným a jednotně užívaným. Z hlediska použití Internetu lze uvažovat jednak o doplnění fyzicky konané valné hromady audiovizuálním přenosem na Internetu, jednak o výkonu jednotlivých akcionářských práv prostřednictvím Internetu. V neposlední řadě bývá zmiňována i možnost přesunout valnou hromadu zcela do internetové roviny, za současného rezignování na jakékoli fyzické shromáždění akcionářů. Vzhledem k terminologické nejednotnosti je nezbytné v následujícím textu nejprve vymezit pojmosloví, jak bude používáno v následujícím výkladu.²⁴⁴

Z hlediska podoby valné hromady můžeme rozlišovat dvě formy virtuální valné hromady, a to v závislosti na tom, zda se vůbec fyzicky koná shromáždění akcionářů, či nikoli.

1.1. On-line valná hromada

Tato forma konání valné hromady předpokládá (i) klasické konání valné hromady, přičemž (ii) jako opce je akcionářům, kteří se jí fyzicky neúčastní, nabídnuto sledovat dění po Internetu. Můžeme tedy říci, že paralelně k fyzické schůzi se koná i valná hromada on-line. Akcionář má možnost na Internetu sledovat v reálném čase audiovizuální přenos zasedání z prostoru, kde se schůze valné hromady koná.

Pouhý přenos části či celého zasedání je v současné době považován již za primitivní. Který z akcionářů vydrží sedět hodiny před monitorem a sledovat rozvláčná zasedání? Aby šlo o účelně využitelný prostředek, měl by být celý záznam rozdělen na jednotlivé, náležitě označené části, které si akcionář může pustit v přímém přenosu, ale i později ze

²⁴⁴ Terminologie převzatá z knihy: Heckelmann M. Hauptversammlung und Internet, 1. vydání, Baden-Baden: Nomos, 1. vydání, 2006, 234 s. (překlad autorky).

záznamu. Akcionář si tak vybere relevantní úseky valné hromady, které jej zajímají (např. projev předsedy dozorčí rady apod.).

Pouhé pasivní sledování valné hromady nicméně nepřinese pro akcionáře kýžený výsledek, a proto je nutné doplnit on-line valnou hromady jednou z forem elektronického hlasování. Vedle toho je jistě vhodné uvažovat i o elektronickém výkonu dalších práv akcionáře, spojených s valnou hromadou, což umožní akcionáři ovlivnit dění přímo na schůzi. V tomto případě však již nepůjde o pouhý přenos valné hromady (**čl. 8 odst. 1 písm. a)**), ale o dvousměrnou komunikaci v reálném čase, umožňující akcionářům distančně oslovit valnou hromadu (**čl. 8 odst. 1 písm. b)**).

Ohledně odpovědi na otázku, zda by bylo možné konat on-line valnou hromadu i u nás, je možné už za současné právní úpravy odpovědět kladně. Přenos na Internetu představuje pouhý nadstandard požadavků zákona a z hlediska akcionářů jde o nadstandard jistě žádoucí. Zlepší se transparente dění ve společnosti a akcionáři, kteří jsou v rozporu s principem rovného zacházení s akcionáři z účasti na valné hromadě vzhledem k faktickým obtížím vyloučeni, získají alespoň částečnou možnost se valné hromady „zúčastnit“ (jako pozorovatelé). Současně jsou akcionářům zachovány všechny dosavadní možnosti; mohou si sami vybrat, zda se zúčastní fyzicky či pouze po Internetu.

Aкционáři připojení prostřednictvím Internetu by ovšem nebyli za stávající právní úpravy považováni za přítomné akcionáře, jak to vymezuje **§ 184 odst. 1 ObchZ**. Výklad **čl. 8 odst. 1** spolu s **čl. 8 odst. 1 písm. a), b) a c)** směrnice odůvodňuje však vzhledem k formulaci zde²⁴⁵ obsažené závěr, že cílem směrnice je považovat i přes Internet připojené akcionáře za akcionáře valné hromady se účastníci, tedy z hlediska současné terminologie obchodního zákoníku přítomné. Věc je nicméně pochopitelně nutné posoudit s ohledem na ostatní práva, které může připojený akcionář vykonávat. Samotné pozorování toto nemůže zakládat.

Směrnice nevyžaduje přenos valné hromady obligatorně. Záleží pouze na společnosti, zda se k takovému kroku rozhodne. Rozhodnutí o zavedení on-line valné hromady,

²⁴⁵ Zcela jasně vyplývá tento závěr z anglické jazykové verze. **Čl. 8** byl bohužel do české verze přeložen poněkud volně a místo slova „účast“ (*participation*), obsahuje sousloví „výkon hlasovacích práv.“

které má charakter rozhodnutím o změně stanov, je vyhrazeno k rozhodnutí valné hromadě.²⁴⁶ Důvodem, proč je zavedení této formy valné hromady dáno společnostem jen jako opce, zatímco elektronické hlasování prostřednictvím zástupce je institutem obligatorně dostupným, je fakt, že se zavedením technického systému pro internetovou valnou hromadu jsou spojeny vysoké finanční náklady, přičemž minimálně v prvních letech nelze předpokládat větší úspory u schůze fyzické (v naději, že část akcionářů se nedostaví fyzicky a využijí pohodlnější formy účasti prostřednictvím Internetu). Druhým zmiňovaným důvodem je skutečnost, že potřeba zavedení elektronického hlasování je mnohem akutnější, než zavedení elektronické účasti.²⁴⁷

V závěru je možné poznamenat, že záznam z valné hromady nemusí být na Internetu vyhrazen pouze akcionářům²⁴⁸ (uveřejněn na zabezpečených internetových stránkách, kam mají přístup pouze akcionáři po autentifikaci), ale volně i pro všechny potenciální investory. Záznam z valné hromady může přinést pro investorskou obec zajímavé doplňující informace, což má celkově pozitivní vliv na transparentaci trhu a s ohledem na společnost to povede k jejímu přesnějšímu ohodnocení na kapitálovém trhu.

1.2. Kybernetická valná hromada

Kybernetická valná hromada je pokročilejší formou zapojení Internetu do konání valné hromady, kdy je zcela rezignováno na konání fyzického shromáždění akcionářů a valná hromada se koná totíž v kyber-prostoru. V tomto případě označení valná hromada není vlastně už ani příliš trefné. V kyber-prostoru se schůze v pravém slova smyslu nekoná. Jde spíše o přesunutí jednotlivých procedur na Internet tak, aby byly reflektovány příslušné funkce, které má valná hromada plnit. Akcionáři dostanou na Internetu k dispozici všechny potřebné informace, mají zde rovněž možnost spolu navzájem i se členy vedoucích orgánů společnosti komunikovat v reálném čase a posléze za pomocí přímého elektronického hlasování (viz. níže) rozhodují.²⁴⁹

²⁴⁶ Toto je v souladu s zámkem evropského zákonodárce. European Commission. MARKT/ 16. 09. 2004, Fostering an Appropriate Regime for Shareholders' Rights. Consultation document of the Services of the Internal Market Directorate General. 22 s., s. 18, dostupné na Internetu (navštiveno dne 18. 9. 2007) http://ec.europa.eu/internal_market/company/shareholders/index_en.htm.

²⁴⁷ Synthesis of the Comments on the Second Consultation... *op. cit.* s. 13.

²⁴⁸ V Německu, kde jsou internetové valné hromady pořádány již několik let množstvím kótovaných společností, řada společností vybrané pasáže i celý přenos umožňuje sledovat v reálném čase volně veřejnosti. Vzhledem k pokročilosti vývoje techniky již není významným problémem počet osob, který je v jednom okamžiku připojen na stránky společnosti. Internetové stránky jako www.ebay.com dnes zvládnou obsloužit až 5.000 zákazníků každou minutu.

²⁴⁹ Heckelmann M. Hauptversammlung und Internet... *op. cit.* s. 85.

Kybernetická valná hromada pro kótované společnosti není v současné době pro evropské společnosti přípustná. V některých státech je nicméně možným způsobem konání valné hromady pro jiné formy společností, neboť zejména při menším počtu společníků, kteří mají mezi sebou těsné kontakty, není dle pojetí některých zákonodárců nezbytně nutné upravovat fórum pro setkání členů vedoucích orgánů společnosti a akcionářů. Zákonodárce nechází v takových případech na jejich rozhodnutí, zda budou fyzicky valnou hromadu konat, či zvolí jen její kybernetickou formu.²⁵⁰

Z hlediska naší právní úpravy je zřejmé, že konání kybernetické valné hromady není přípustné. Tomu nasvědčuje např. ustanovení § 184 odst. 5 ObchZ, které jako nutnou náležitost pozvánky na valnou hromadu označuje místo konání valné hromady, pochybnosti mohou vyvstat rovněž v souvislosti se zákonem zaručeným právem akcionáře účastnit se valné hromady dle § 180 odst. 1 ObchZ (v případě, že bychom pod toto chtěli zahrnout účast na tvorbě rozhodnutí prostřednictvím Internetu, šlo by o relativně extensivní výklad).

Směrnice se o valné hromadě bez fyzického shromáždění akcionářů výslově nezmiňuje. Z toho je možné dovodit, že evropský zákonodárce přenechal rozhodnutí, zda bude společnostem dovoleno kybernetické valné hromady konat či nikoli, na rozhodnutí členských států.

S kybernetickou valnou hromadou je třeba do budoucnosti v obchodním právu zcela jistě počítat. V současné době je nicméně nutné vzít v úvahu, že technický pokrok doposavad nedosáhl takové úrovně, aby uvedený typ valné hromady byl jednak dostupný pro všechny akcionáře, jednak aby takto konaná valná hromada plnohodnotně reflektovala všechny funkce, které má plnit. Jak však předpovídají někteří autoři, čas, kdy bude kybernetická valná hromada obligatorní formou konání valné hromady a k ní fyzické shromáždění jen dobrovolnou opcí, vzhledem k tempu technického vývoje, není daleko.²⁵¹

2. Valná hromada konaná prostřednictvím videokonference

Při konání valné hromady nemusíme omezovat využití moderních telekomunikačních prostředků pouze na Internet, svou pozitivní a pomocnou roli mohou sehrát i mnohé

²⁵⁰ Přípustné např. ve státě Delaware v USA, či v Kanadě.

²⁵¹ Noack, U. Hauptversammlung und Internet... *op. cit.* s. 27.

další. V praxi se objevuje ku příkladu využití videokonference (Francie, Švýcarsko)²⁵² v případech, kdy se valná hromada koná paralelně v několika městech, anebo v situacích, kdy je z kapacitních důvodů nutné přistoupit k propojení několika sálů, kde valná hromada probíhá. Za použití satelitní technologie přichází v úvahu propojení míst fyzicky od sebe značně vzdálených,²⁵³ což může být zajímavé pro společnosti, jejichž akcie jsou obchodovány na několika regulovaných trzích (*cross listing*). Akcionáři mohou pochopitelně svá práva vykonávat rovnocenně ve všech videokonferencích spojených místech konání valné hromady.

Pro zajímavost, v Německu²⁵⁴ zákonodárce např. výslovně připustil, aby se v určitých případech členové dozorčí rady účastnili valné hromady pouze cestou audio-vizuálního přenosu.

3. Hlasování

Nejdůležitější funkcí valné hromady je rozhodování o jí svěřených záležitostech. Obě ostatní funkce valné hromady (informace, komunikace) jsou více méně funkcemi pomocnými, majícími za cíl zajistit schopnost akcionáře rozhodnout se znalostí věci.

Rozhodnutí na valné hromadě jsou přijímána hlasováním akcionářů. Vzhledem ke kapitálovému charakteru akciové společnosti jde o tzv. „vážené“ hlasování.²⁵⁵ Dle § 180 odst. 2 ObchZ závisí totiž počet hlasů každého akcionáře na počtu a jmenovité hodnotě jeho akcií, přičemž zákon stanoví pravidlo, že na akcie se stejnou jmenovitou hodnotou musí připadat stejný počet hlasů. Pokud společnost vydala akcie s různou jmenovitou hodnotou, musí být počty hlasů s nimi spojenými stanoveny tak, aby odpovídaly poměru jejich jmenovitých hodnot (pravidlo *one share, one vote*).

Zákon dovoluje tuto zásadu prolamit pouze ve dvou směrech. (i) Stanovy mohou dle § 180 odst. 2 ObchZ omezit výkon hlasovacího práva zakotvením nejvyššího počtu hlasů jednoho akcionáře (*voting cap*), což však v praxi českých akciových společností nebývá využíváno.²⁵⁶ (ii) Stanovy mohou umožnit vydání prioritních akcií, s nimiž, jako kompenzace za přednostní majetková práva, nemusí být spojeno právo hlasovat

²⁵² Noack, U. Hauptversammlung und Internet... *op. cit.* s. 20.

²⁵³ Heckelmann M. Hauptversammlung und Internet... *op. cit.* s. 191.

²⁵⁴ Zákon o akciových společnostech § 118 odst. 2 AktG.

²⁵⁵ Černá, S. Obchodní právo. Akciová společnost... *op. cit.* s. 167.

²⁵⁶ Černá, S. Obchodní právo. Akciová společnost... *op. cit.* s. 167.

(§ 159 odst. 1 ObchZ). V současné době je na úrovni Evropské unie zvažováno přijetí legislativy, která by měla výjimky ze zásady one share, one vote omezit.²⁵⁷

Způsob, jakým akcionáři hlasovací právo vykonávají, určují stanovy, nicméně z § 180 odst. 1 ObchZ vyplývá, že může být realizováno výlučně jen na valné hromadě. Není možné, aby akcionář hlasoval mimo ni (korespondenčně, prostřednictvím technických zařízení).²⁵⁸

Směrnice o přeshraničním výkonu práv akcionářů přináší i do této oblasti významné změny. S cílem umožnit hlasování akcionářům, kteří se nemohou schůze zúčastnit, rozšiřuje prostředky distančního výkonu hlasovacího práva. Nepřipuštění formy hlasování jiné než prezenční či prostřednictvím zmocněnce, je mimo jiné autory pokládáno za nízký standard úpravy akcionářských práv.²⁵⁹

3.1. Korespondenční hlasování

Čl. 12 směrnice ukládá členským státům umožnit společnostem nabízet možnost korespondenčního hlasování a naše právní úprava bude muset být v tomto směru harmonizována. Korespondenční hlasování by se mělo stát dostupnou alternativou pro ty akcionáře, kteří nemají přístup k elektronickým prostředkům hlasování. Pro podmínky a omezení, které členské státy mohou předepisovat, se uplatní opět zásada přiměřenosti.

Směrnice rozumí pod pojmem korespondenční hlasování odevzdání hlasů prostřednictvím poštovní služby, a čl. 12 tedy neadresuje odevzdání hlasů elektronickou poštou (e-mailem). Nicméně i tato alternativa je společnostem dostupná (čl. 8 odst. 1 písm. c) – elektronické odevzdávání hlasů před konáním valné hromady).

Nevýhodou korespondenčního hlasování je nemožnost reagovat na konkrétní dění na valné hromadě²⁶⁰ vzhledem k tomu, že jej akcionář vykonává již před samotnou schůzí valné hromady (a v tomto směru z hlediska systematického jeho výkon patří spíše do fáze I. valné hromady). Legislativa by měla vyřešit situace, kdy poté, co akcionář již odevzdal svůj hlas, nastanou nebo vyjdou najevo nové okolnosti. O tom se však zmiňuje

²⁵⁷ Report on the Proportionality Principle... *op. cit.* s. 5. (užívá termín „voting rights ceilings“).

²⁵⁸ Dědič J. a kol. Obchodní zákoník – komentář... *op. cit.* s. 1800.

²⁵⁹ Např. i ve zmiňované studii: La Porta, R., Florencio Lopez-de-Silanes, Shleifer, A., Vishny R. W. Law and Finance... *op. cit.* s. 19.

²⁶⁰ Synthesis of the Comments on the Second Consultation... *op. cit.* s. 16.

směrnice jen ve své **preambuli** (bod č. 9). Další nevýhodou korespondenčního hlasování je zejména v mezinárodních dimenzích i jeho časová náročnost.

Na hlasování před samotnou schůzí valné hromady, ať už prostřednictvím poštovního styku či elektronicky, existují různé názory. I když v některých státech má svou tradici (zejména Francie),²⁶¹ v jiných státech včetně České republiky naráží na hluboce zakořeněnou zásadu, totiž že hlasování může být vykonáno pouze na valné hromadě. Z tohoto důvodu považovali někteří autoři²⁶² za příhodnější zakotvit do směrnice pouze hlasování prostřednictví zmocněnce (zmocnění zástupce navrženého společnosti s udělením hlasovacích pokynů ohledně všech navrhovaných rozhodnutí), které v praxi a z hlediska akcionářů má stejný efekt (akcionář se musí rozhodnout a vyjádřit svou vůli již před schůzí valné hromady), nicméně z hlediska doktrinálního se jeví za šťastnější, neb nenaráží na výše uvedenou zásadu.

3.2. Elektronické hlasování

Prostředky elektronické hlasování lze kategorizovat z hlediska časového, totiž zda umožňují hlasování přímo během valné hromady, či pouze před schůzí. O elektronickém hlasování před valnou hromadou byla řeč výše v souvislosti s korespondenčním hlasováním, a proto se následující odstavce zaměří pouze na využití elektronických prostředků komunikace, které dává možnost hlasovat během valné hromady.

Jako nejúčinnější prostředek se elektronické hlasování objevuje ve spojení s on-line valnou hromadou. Propojení audiovizuálního přenosu ze schůze valné hromady s některou z forem elektronického hlasování totiž dává akcionáři možnost sledovat dění na valné hromadě a na jeho základě se podílet na rozhodování. Pokud společnost poskytne možnost k výkonu i ostatních akcionářských práv elektronickou formou (např. položit otázku), akcionář získá i možnost ovlivnit dění na valné hromadě. Elektronické prostředky tímto dokáží překonat geografickou vzdálenost mezi společností a jejími akcionáři, a nabízejí tak distanční účast akcionářům, kteří by jinak osobně přijít na valnou hromadu nemohli či vzhledem ke spojeným nákladům nechtěli.

²⁶¹ Zetzsche, D., Virtual Shareholder Meetings... *op. cit.* s. 65.

²⁶² Commission Staff Working Document... *op. cit.* s. 151.

Nutno připomenout, že hlasování jako takové se výborně hodí pro automatizaci prostřednictvím elektronických prostředků, vzhledem k předem danému množství variant odpovědí. Použití speciálního softwaru, který dokáže samostatně vyhodnotit výsledky hlasování, představuje dokonce výkonnější způsob hlasování, než jsou mnohdy uplatňovány na klasické schůzi valné hromady (zvednutí ruky a jiné).

Z hlediska elektronického hlasování rozlišujeme dva způsoby zapojení elektronických prostředků do výkonu hlasovacího práva. Rozdíl mezi oběma spočívá v tom, zda hlasuje přímo akcionář (3.2.2.), či jeho zástupce, fyzicky přítomný na valné hromadě, jemuž akcionář uděluje elektronicky hlasovací pokyny (3.2.1.).

3.2.1. Elektronické hlasování prostřednictvím zmocněnce (*electronic proxy voting*)

Tento typ elektronického hlasování představuje výkon hlasovacího práva prostřednictvím třetí osoby (zmocněnce), která se fyzicky účastní valné hromady. Akcionář má možnost udělovat zmocněnci pokyny elektronicky a v lepších případech jej elektronicky i zmocnit. Tím se celý proces zmocnění přesouvá do elektronické roviny. Nejfektivněji může akcionář vykonávat své hlasovací právo za předpokladu, kdy má možnost udělovat zmocněnci hlasovací pokyny až do konce hlasování, za současného sledování audiovizuálního přenosu z valné hromady. Za tohoto předpokladu můžeme již hovořit o virtuální distanční účasti akcionáře na valné hromadě, přičemž zmocněnec při ní představuje spojovací článek mezi sférou fyzickou a kybernetickou.

Výhodou tohoto typu hlasování je právě účast zmocněnce. Díky zastoupení existují dva samostatné právní vztahy: (i) právní vztah mezi společností a akcionářem, jakožto společníkem obchodní společnosti, a (ii) právní vztah mezi akcionářem a zmocněncem, vzniklý na základě dohody o plné moci. V okamžiku, kdy by akcionář uděloval hlasovací pokyn, který by však nedorazil k zmocněnci v důsledku technické závady, jde o problém dotýkající se právního vztahu zastoupení. Tento v praxi drobný rozdíl oproti situaci, kdy by instrukce byla přímo hlasem akcionáře, by při případném posuzování neplatnosti usnesení dle § 183 ObchZ mohl mít fatální důsledky. Důvodem vyslovení neplatnosti může totiž být i přijetí usnesení valné hromady v rozporu s ustanoveními

zákonu či stanov, které upravují průběh valné hromady, včetně hlasování (§ 131 odst. 1 ObchZ).²⁶³

Aby mohlo elektronické hlasování skutečně plnit svou funkci, musí existovat možnost provést celý proces od jmenování zmocněnce až po udělení instrukcí elektronicky. Obecně je přesto myslitelné např. udělení plné moci v listinné podobě s tím, že hlasovací pokyny budou poskytnuty zmocněnci elektronicky přímo v průběhu valné hromady. Jak bylo ovšem výše popsáno, směrnice toliko vyžaduje, aby každá společnost obligatorně poskytla akcionáři (i) možnost elektronického udělení plné moci a zároveň (ii) možnost jejího elektronického oznámení (čl. 11 odst. 1). O formě udělení hlasovacích instrukcí se směrnice samostatně nezmiňuje. Vzhledem k tomu, že společnosti nebudou prozatím povinny zajistit zároveň i audiovizuální přenos valné hromady v reálném čase, nejsou ani nuteny poskytnout akcionářům systém, kdy je možné udělovat hlasovací pokyny zmocněnci v průběhu valné hromady. Nejjednodušší, nikoli však nevhodnější, formou udělování hlasovacích pokynů bude jejich poskytnutí jako součásti plné moci.

I když způsob elektronického hlasování prostřednictvím zástupce nemusí být omezen jen na zmocněnce nabídnutého společnosti, v praxi států, kde je tato forma hlasování uplatňována, je to pravidlem. Důvodem jsou nízké náklady zastoupení, které navíc nese společnost, nikoli akcionář. V případě zavedení systému elektronického hromadného udělování hlasovacích pokynů během valné hromady, k tomu rovněž přistupují vysoké technické nároky. Použití společností nabídnutého zmocněnce přináší významné úspory z rozsahu, neboť vzhledem k zcela zautomatizovanému procesu udělování instrukcí dokáže všechny on-line připojené akcionáře zastupovat jeden jediný zmocněnec.

Počínaje lednem 2010 bude mít tedy každý akcionář zabezpečenou jednu z forem elektronického hlasování, a to prostřednictvím zástupce. Vzhledem k tomu, že však společnosti nemusí současně poskytovat i audio-vizuální přenos valné hromady, skutečný efekt bude mít pro akcionáře bohužel blíže spíš než k distanční účasti na valné hromadě, ke korespondenčnímu hlasování provedenému elektronicky.

Vzhledem k tomu, co bylo řečeno o formálních požadavcích právní úpravy na udělování plné moci a instrukcí zmocněnci, nezbývá než uzavřít, že tato forma elektronického

²⁶³ Dědič J. a kol. Obchodní zákoník – komentář... op. cit. s. 1161.

hlasování by se mohla konat za aktuální právní úpravy i u nás, a to ve všech popsaných formách. V současné době je uplatňována např. v Německu, Švýcarsku²⁶⁴ či Velké Británii.²⁶⁵ Zejména v Německu dosahuje již dnes značné popularity a rozšíření. U společnosti DAX 30²⁶⁶ patří poskytování některé z popsaných forem elektronického hlasování, velmi často doplněného o on-line valnou hromadu, v podstatě ke standardu.²⁶⁷

3.2.2. Přímé elektronické hlasování (*electronic direct voting*)

Jak plyne ze samotného názvu, přímé hlasování rezignuje na osobu zástupce a akcionář sám elektronicky vykonává hlasovací právo. Prakticky probíhá hlasování zpravidla tak, že akcionář vyplní hlasovací formulář na monitoru počítače a ten odešle na server společnosti.²⁶⁸

Tato forma hlasování je přípustná ku příkladu ve Francii, ale obecně doposud nenašla takového rozšíření, jako elektronické hlasování prostřednictvím zmocněnce. Vysvětlují to dva základní důvody. Obavy z případných technických výpadků během hlasování panují ve státech, kde procedurální nedostatky mohou být příčinou prohlášení usnesení valné hromady za neplatné, jako je tomu u nás (např. Německo, Švýcarsko).²⁶⁹ Druhým uváděným důvodem je fakt, že zahrnutí elektronicky připojených akcionářů pod zákonnou definici přítomného akcionáře je často považováno za příliš extensivní výklad zákona.²⁷⁰

Směrnice o přeshraničním výkonu práv akcionářů počítá s tímto druhem elektronického hlasování jako s přípustnou opcí pro společnosti (čl. 8 odst. 1 písm. c)), a bude proto třeba provést odpovídající změnu v naší právní úpravě, zejména v souvislosti s požadavkem hlasovat výlučně na valné hromadě (§ 180 odst. 1 ObchZ).

²⁶⁴ Zetzsche, D. Virtual Shareholder Meetings... *op. cit.* s. 34.

²⁶⁵ Commission Staff Working Document... *op. cit.* s. 95.

²⁶⁶ Emitenti německých blue chip akcií.

²⁶⁷ V roce 2005 nabízelo 25 ze 30 společností některou z možností elektronického výkonu hlasovacího práva a 29 ze 30 společnosti přenášelo alespoň řeči členů vedoucích orgánů společnosti. Již v roce 2003 přilákala společnost Daimler-Chrysler více akcionářů po Internetu, než prezenčně. Data převzata z knihy: Heckelmann M. Hauptversammlung und Internet... *op. cit.* s. 103, 104.

²⁶⁸ Heckelmann M. Hauptversammlung und Internet... *op. cit.* s. 80.

²⁶⁹ Zetzsche, D. Virtual Shareholder Meetings... *op. cit.* s. 35.

²⁷⁰ Zetzsche, D. Virtual Shareholder Meetings... *op. cit.* s. 35.

4. Výkon ostatních práv během valné hromady

Kromě práva hlasovat byla již převážně řeč o ostatních právech, jejichž výkon je spojen s valnou hromadou, v minulém oddíle, pojednávajícím o přípravě valné hromady (fáze I.). S ohledem na oslabení fyzického kontaktu na valné hromadě v důsledku zavedení nových komunikačních prostředků, se totiž objevují pádné důvody, aby výkon některých práv byl připuštěn již před samotnou valnou hromadou.

4.1. Právo klást otázky

Co se týče práva klást otázky během schůze valné hromady, akcionářům, kteří ji sledují on-line, může být rovněž dovoleno klást otázky (dle současné právní úpravy právo požadovat vysvětlení dle § 180 odst. 1 ObchZ) elektronickou cestou, a tím ze vzdáleného místa ovlivnit schůzi valné hromady, probíhající fyzicky. S touto možností počítá i směrnice v čl. 8 odst. 1 písm. b) (dvousměrná komunikace v reálném čase, umožňující akcionářům oslovit valnou hromadu ze vzdáleného místa).

I když toto z technického hlediska nepředstavuje v současné době žádný problém, z hlediska zachování akceschopnosti valné hromady je nutné vzít v potaz nebezpečí, která s tím mohou být pro spojená. Dovolení kladení otázek během valné hromady např. prostřednictvím e-mailu, on-line formuláře, či telefonicky by mohlo schůzi valné hromady snadno ochromit. Množství dotazů by se pro společnost mohlo stát nezvládnutelným,²⁷¹ a je proto nezbytné pečlivé věcné i časové vymezení tohoto práva, zakotvující rovnováhu mezi zájmy akcionáře a společnosti.

4.2. Právo předkládat návrhy

Rovněž o právu předkládat návrhy již bylo pojednáno v souvislosti s přípravou valné hromady. Opět je třeba zdůraznit, že vzhledem k množství hlasů, které budou de facto rozhodnuty již před samotnou schůzí, naděje na úspěch návrhů vznesených teprve na ní (za předpokladu, že to zákon vůbec připouští, viz. výše), je velmi omezený.

²⁷¹ Heckelmann M. Hauptversammlung und Internet... op. cit. s. 85; Report of the High Level Group... op. cit. p. 51.

4.3. Právo podat protest a žádat jeho zaprotokolování

Dalším právem akcionáře, které obchodní zákoník zmiňuje, je právo podat protest proti rozhodnutí valné hromady a žádat o jeho záznam do zápisu o valné hromadě (**§ 188 odst. 2 písm. f) ObchZ**). Toto právo není bliže upraveno a obchodní zákoník pouze stanovuje způsob zachycení obsahu protestu v zápisu z valné hromady.²⁷² Způsob, jakým se protest podává, ani důvody, ze kterých může být podán, zákon bliže neupravuje a přenechává jejich řešení stanovám společnosti.

V souvislosti se zakomponováním moderních telekomunikačních prostředků do konání valné hromady je možné uvažovat i o zabezpečení výkonu tohoto práva akcionářům, kteří nejsou na schůzi fyzicky přítomní. Zde se nabízí podobné způsoby, jakými lze např. žádat vysvětlení.

Fáze III. Po valné hromadě

Podobně jako schůzi valné hromady předchází proces jejího svolání, ani schůzí samotnou vše nekončí. Na jedné straně je nezbytné poskytnutí podrobné informace o dění na valné hromadě, a to především s ohledem na akcionáře, kteří se valné hromady nemohli účastnit. Na druhé straně, v našem právu stejně jako v některých dalších jurisdikcích, existuje institut soudního přezkumu rozhodnutí valné hromady, kdy rozhodnutí může být následně prohlášeno za neplatné, a ztratit tak své právní účinky.

1. Informace poskytované po valné hromadě

V průběhu valné hromady jsou přijímána zásadní rozhodnutí ovlivňující život společnosti. Zákon proto stanoví jednak povinnost vyhotovit zápis o valné hromadě, jednak pořízení notářského zápisu. U notářského zápisu rozlišujeme případy, kdy notář osvědčuje pouze průběh valné hromady dle **§ 77 notářského řádu** a kdy jde o notářský zápis o rozhodnutí valné hromady (**§ 80a a násł. notářského řádu**).

Z hlediska práv akcionáře má nicméně význam především zápis o valné hromadě dle **§ 188 odst. 2 ObchZ**. Zákon totiž v **§ 189 odst. 2 ObchZ** zakotvuje právo akcionáře na vydání kopie tohoto zápisu nebo jeho části. Tímto je míněn právě zápis o valné hromadě

²⁷² Dědič J. a kol. Obchodní zákoník – komentář... op. cit. s. 2325.

dle § 188 odst. 2 ObchZ, nikoli zápis notářský.²⁷³ Zákon stanoví podrobně jednak obsahové náležitosti tohoto zápisu (§ 188 odst. 2 ObchZ), jednak jeho vyhotovení (§ 189 odst. 1 ObchZ) a archivaci (§ 189 odst. 3 ObchZ).

Každý akcionář může žádat představenstvo o vydání kopie tohoto zápisu, a to jakéhokoli po celou dobu existence společnosti. Akcionář tedy může požadovat i vydání zápisů z doby, kdy ještě akcionářem nebyl. Náklady pořízení kopie, eventuelně zaslání, nese akcionář, pokud stanovy neukládají jinak.

Obsahem zápisu je především (i) popis projednávání jednotlivých bodů programu a (ii) obsah přijatých rozhodnutí valné hromady, s uvedením výsledků hlasování (§ 188 odst. 2 ObchZ). K zápisu se přikládají (§ 188 odst. 3 ObchZ) jednak všechny návrhy a prohlášení, předložená na valné hromadě k projednávání, jednak listina přítomních (§ 185 odst. 2 ObchZ). Co se týče výkladu pojmu „výsledek hlasování,“ který má zápis zaznamenat, v literatuře převládá názor, že uvedením výsledků se rozumí nejen zaznamenání počtu hlasů odevzdaných ve prospěch návrhu, ale kompletní výsledek hlasování, tedy včetně počtu hlasů proti návrhu a počtu hlasů akcionářů, kteří se zdrželi hlasování.²⁷⁴ Toto slouží mimo jiné jako doklad usnášenischopnosti valné hromady. Vyhodovení zápisu zabezpečuje představenstvo do třiceti dnů od ukončení valné hromady (§ 189 odst. 1 ObchZ).

Společnost má povinnost uschovat zápis o valné hromadě spolu s oznámením či pozváním na valnou hromadu a listinou přítomních akcionářů v archivu společnosti po celou dobu své existence, přičemž v případě likvidace je povinen likvidátor zabezpečit jejich úschovu či archivaci po dobu dalších deseti let (§ 189 odst. 3 ObchZ).

Dle současné právní úpravy nemá společnost povinnost jakoukoli část zápisu či výsledků hlasování uveřejnit. Toto je nicméně obecně vnímáno negativně, neboť informace z valné hromady mohou sloužit akcionářům jako podklad pro rozhodnutí, zda s ohledem na výsledky hlasování se rozhodnou ve společnosti zůstat, či z ní eventuelně odejít prodejem akcií.²⁷⁵

²⁷³ Dědič J. a kol. Obchodní zákoník – komentář... op. cit. s. 2327.

²⁷⁴ Štenglová, I., Plíva, S., Tomsa, M. a kol. Obchodní zákoník. Kommentář... op. cit. s. 714.

²⁷⁵ European Commission, Internal Market and Services DG. Fostering an Appropriate Regime for Shareholder's Rights. Consultation by the Services of the Internal Market Directorate General. MARKT/ 16.09.2004, 22 s., s. 21. Dostupné na stránkách Evropské unie http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/consultation_en.pdf (navštívěno dne 18. 9. 2007).

Z tohoto důvodu **směrnice** zakotvuje povinnost společnosti uveřejnit výsledky hlasování na internetových stránkách společnosti (**čl. 14 odst. 3 směrnice**). Lhůtu mohou členské státy stanovit maximálně do patnácti dnů po dni konání valné hromady. Směrnice podrobněji zakotvuje, co se rozumí pod pojmem výsledky hlasování (**čl. 14 odst. 1 směrnice**). Jde, stejně tak jako v našem právu, nejen o počet kladných a záporných hlasů, ale také o počet těch, kdo se hlasování zdrželi, přičemž musí být rovněž uvedeno, jaký podíl základního kapitálu představovaly platně odevzdané hlasy. Při konzultacích návrhu směrnice se objevily i názory požadující uveřejnění celého zápisu z valné hromady.²⁷⁶

Vedle toho lze uvažovat např. i o povinnosti společnosti uveřejnit na stránkách společnosti otázky a odpovědi, které byly během valné hromady položeny a zodpovězeny.²⁷⁷ Stejně tak jako má široká informační povinnost valné hromadě předcházet, podrobné informace by akcionářům měly být zprostředkovány i následně.

2. Soudní přezkum

Podání návrhu na vyslovení neplatnosti usnesení valné hromady dle § 183 ObchZ je jedním z nejvýznamnějších práv akcionáře. Vzhledem k relativní ucelenosti této problematiky a rovněž vzhledem ke skutečnosti, že ani směrnice o přeshraničním výkonu práv akcionářů se tohoto práva nijak nedotýká, omezím se na tomto místě (nad rámec již uvedeného) na pouhé konstatování, že na globálních akciových trzích zůstává praktický výkon tohoto práva omezen, na jedné straně na akcionáře s významným podílem na společnosti a na druhé straně na akcionáře rezidenty, kteří mají snadnější přístup k soudům sídla společnosti. Problémy, které se v praxi v souvislosti s tímto institutem objevují, nejsou důsledkem globalizace na kapitálových trzích, ale již dlouho známým problémem nalezení dostatečně spolehlivých mechanismů, které eliminují možnost zneužití tohoto práva k poškození společnosti, či obohacení se. Jako takové s tématem této práce souvisí pouze okrajově.

²⁷⁶ Synthesis of the Comments on the Second Consultation... *op. cit.* s. 22.

²⁷⁷ Synthesis of the Comments on the Second Consultation... *op. cit.* s. 22.

Závěr

Cílem této práce bylo analyzovat problémy související s výkonem práv akcionářů kótovaných společností. Jak bylo konstatováno, zastaralá právní úprava způsobuje, že část akcionářů nemůže vykonávat svá práva, ať z důvodů ekonomické neefektivnosti či v důsledků faktických nebo právních překážek.

Valná hromada v současné podobě představuje téměř anachronistický orgán, který je nutné urychleně podrobit důkladné reformě. Právní úprava nereflektuje zapojení českého kapitálového trhu do evropského a globálního trhu a stále odpovídá spíše situaci minulého či dokonce předminulého století.

Jako možné řešení některých problémů se ukazuje zavedení moderních komunikačních prostředků při výkonu práv akcionářů, včetně valné hromady. Přináší důležité úspory nákladů i potřebnou rychlosť a efektivnost. Přes svá možná úskalí by jejich použití celkově dozajista znamenalo přínos v podobě potenciálně vyššího zapojení akcionářů do správy a řízení společnosti.

V blízké budoucnosti poskytne základní rámec reformy problematiky výkonu práv akcionářů nově přijatá směrnice, kterou je Česká republika povinna implementovat do poloviny roku 2009. Lze jen doporučit, aby zákonodárce využil této příležitosti k důkladnějšímu přepracování právní úpravy, a konečně tak poskytl všem akcionářům možnost účinně vykonávat své právo podílet se na řízení společnosti.

Jak bylo vysvětleno, výkon práv ze strany akcionářů a jimi prováděný dohled povede ke zlepšení správy a řízení společnosti. Toto může přinést prospěch nejen společnostem samotným, ale i kapitálovým trhům a ekonomice jako celku. I když ani pak nebudeme moci mluvit o akcionářské demokracii per se, alespoň se snad podaří sblížit stav de iure a de facto, který dnes spíše než dvě strany stejně mince připomíná dva odlišné světy.

Literatura

I. Česká literatura

Černá, S. Obchodní právo. Akciová společnost. 3. díl, 1. vydání, Praha: ASPI, 2006, s. 360.

Čech, P. Sarbanes-Oxleyův zákon dobyl evropské právo společnosti. Právní zpravodaj č. 12/2006. C. H. Beck, s. 8 - 10.

Dědič, J., Štenglová, I., Čech, P., Kříž, R. Akciové společnosti. 6., přepracované vydání. Praha: C. H. Beck, 2007, 944 s.

Dědič, J. a kol. Obchodní zákoník – komentář, díl III. § 176 - § 220zb, 1. vydání, Praha: POLYGON, 2002, s. 1747 - 3055.

Dědič, J., Čech, P. Obchodní právo po vstupu ČR do EU aneb co všechno se po 1. květnu 2004 v obchodním právu změnilo?, 2. vydání, Praha: Bova Polygon, 2005, 485 s.

Elek, Š. Nominee účty a fiduciární správa cenných papírů. Právní rozhledy 8/2002, s. 360 – 367.

Elek, Š. Vlastnické právo k cenným papírům. Právnik 4/2002, s. 436 – 459.

Eliáš, K., Bartošíková, M., Pokorná, J. a kol. Kurs obchodního práva. Právnické osoby jako podnikatelé. 4. vydání, Praha: C. H. Beck, 2003, 653 s.

Havel, J. Úvod do úpravy kapitálových trhů. 1. vydání, Praha: Karolinum, 2000, 278 s.

Štenglová, I., Plíva, S., Tomsa, M. a kol. Obchodní zákoník. Komentář. 11. vydání, Praha: C. H. Beck, 2006, 1528 s.

II. Zahraniční literatura

Buck-Heeb, P. Kapitalmarktrecht, 1. vydání, Heidelberg: C.F.Müller Verlag, 2006, 249 s.

Heckelmann, M. Hauptversammlung und Internet, 1. vydání, Baden-Baden: Nomos, 2006, 234 s.

Lenz, S. Die gesellschaftsbenannte Stimmrechtsvertretung (Proxy-Voting) in der Hauptversammlung der deutschen Publikums-AG, 1. vydání, Berlin: Duncker & Humblot, 2005, 553 s.

Noack, U., Zetsche D. Die Legitimation der Aktionäre bei Globalaktien und Depotverbuchung, Aktiengesellschaft 2002, s.651-657.

Raiser, T., Veil, R. Recht der Kapitalgesellschaften. 4. vydání, München: Vrlag Franz Valen, 2006, 877 s.

Ringleb, H. M. a kol. Kommentar zum Deutschen Corporate Governance Kodex. 2. vydání, Mnichov: C. H. Beck, 2005, 377 s.

III. Internetové zdroje, články

Admati, A. R., Pfleiderer, P. The „Wall Street Walk“ and Shareholder Activists: Exit as a Form of Voice. Stanford University 2005. <https://gsbapps.stanford.edu/researchpapers/library/RP1918.pdf> (navštívěno 18. 9. 2007).

Berndt, M. Global Differences in Corporate Governance Systems. Theory and Implications for Reforms. Discussion Paper 303/2000. Harvard Law School. 68 s. Dostupné na Internetu na adrese SSRN http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=255886 (navštíveno dne 18. 8. 2007).

Erbenová, M. Globalizace finančních trhů a integrace dozoru nad finančním trhem České republiky. Konference VŠFS 2005. Dostupné na stránkách České národní banky http://www.cnb.cz/www.cnb.cz/cz/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/erbenova_20050614_regularizer_konference_VSFS_prednaska.pdf (navštíveno dne 18. 9. 2007).

Hartmann, P., Maddaloni, A., Manganelli, S. Working paper No. 230. The Euro Area Financial System: Structure, Integration and Policy Initiatives. 2003. 55 s., dostupné na stránkách Evropské centrální banky <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp230.pdf> (navštíveno dne 18. 9. 2007).

Hendry, J., Anderson, P., Barker, R., Roberts, J. Responsible Ownership, Shareholder Value and the Shareholder Activism. 2004, University of Cambridge Working Paper No. 297. Dostupné newebových stránkách: <http://www.cbr.cam.ac.uk/pdf/wp297.pdf> (navštíveno dne 18. 9. 2007).

Hopt, K. J. Modern Company and Capital Market Problems: Improving European corporate governance After Enron. European corporate governance Institute, 2007, 58 s., dostupné na stránkách Max Planck Institutu <http://homepage.univie.ac.at/Klaus.Gugler/public/SSRN-id356102.pdf> (navštíveno 18. 9. 2007).

Höpner, M. Jackson, G. An Emerging Market for Corporate Control? The Mannesmann Takeover and German corporate governance. Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung. Köln 2001, 53 s. Dostupné na Internetu na stránkách Institutu http://www.mpi-fg-koeln.mpg.de/pu/mpifg_dp/dp01-4.pdf (navštíveno dne 18. 8. 2007)

Issing, O. The Globalization of Financial Markets. Ottobeuren 2000. Dostupné na stránkách Evropské centrální banky http://www.ecb.int/press/key/date/2000/html/sp000912_2.en.html (navštíveno dne 18. 9. 2007)

La Porta, R., Florencio Lopez-de-Silanes, Shleifer, A., Vishny R. W. Law and Finance. Harvard University, University of Chicago 1998. 53 s., dostupné na Internetu <http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/rafael.laporta/publications/LaPorta%20PDF%20Papers-ALL/Law%20and%20Finance-All/Law%20and%20Finance.pdf> (navštíveno dne 18. 9. 2007).

Noack, U. Hauptversammlung und Internet: Information – Kommunikation – Entscheidung. Center for Business and Corporate Law Research Paper Series No. 0005. Düsseldorf 2004, 31 s., dostupné na Internetu na stránkách SSRN http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=646723#PaperDownload (navštíveno dne 8. 8. 2007).

Noack, U. Information, Kommunikation und Entscheidung – Zur corporate governance der Hauptversammlung europäischer Aktiengesellschaften. Dostupné na Internetu na stránkách University v Düsseldorfu <http://www.jura.uni-duesseldorf.de/service/hv/Bonn4.pdf> (navštíveno dne 18. 9. 2007).

Noack, U. Zukunft der Hauptversammlung – Hauptversammlung der Zukunft. 2002. Dostupné na stránkách Heindrich Heine University v Düsseldorf <http://www.jura.uni-duesseldorf.de/dozenten/noack/Texte/Noack/HV%20der%20Zukunft.htm> (navštíveno 8. 8. 2007).

Tröger, T. Choice of Jurisdiction in European Corporate Law: Perspectives of European Corporate Governance. 119 s., dostupné na stránkách Harvard Law School, http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/corporate_governance/papers/Oberman2004_Troeger.pdf (navštívěno dne 18. 9. 2007).

Wymeersch, E. Shareholders in Action. Financial Law Institute. Working Paper Series 2007-03. Universita Gent 2007, 14 s. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=965661 (navštívěno dne 18. 9. 2007).

Zetzsche, D. Shareholder Interaction Preceding Shareholder Meetings of Public Corporations –A Six Country Comparison. Center for Business and Corporate Law Research Paper Series No. 0002. Düsseldorf 2005. 44 s. Dostupné na Internetu na stránkách SSRN http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=624241#PaperDownload (navštívěno 18. 9. 2007).

Zetzsche, D. Virtual Shareholder Meetings and the European Shareholder Rights Directive – Challenges and Opportunities. Center for Business and Corporate Law Research Paper Series No. 0029. Düsseldorf 2007. 76 s. Dostupné na Internetu na stránkách SSRN http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=996434 (navštívěno dne 18. 9. 2007).

Zetzsche, D. Corporate Governance in Cyberspace – a Blueprint for Virtual Shareholder Meetings. Center for Business and Corporate Law Research Paper Series No. 0011. Düsseldorf 2005. 61 s. Dostupné na Internetu na stránkách SSRN http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=747347 (navštívěno dne 18. 9. 2007).

Zetzsche, D. Explicit nad Implicit System of Corporate Control – a Convergence Theory of Shareholder Rights. Center for Business and Corporate Law Research Paper Series No. 0001. Düsseldorf 2004. 157 s., s. 2. Dostupné na Internetu na stránkách SSRN http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=600722 (navštívěno dne 18. 9. 2007).

IV. Kodexy, studie a další prameny

Kodex správy a řízení společností vydaný Komisí pro cenné papíry http://www.sec.cz/export/CZ/Kapitalovy_trh_podle_temat/Emitenti_cennych_papiru/Kodex_spravy_a_rizeni_spolecnosti.page (navštívěno dne 18. 9. 2007)

OECD Principles of Corporate Governance: 2004. Dostupné na stránkách OECD <http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf> (navštívěno dne 18. 9. 2007).

Deutscher Corporate Governance Kodex. Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex. Dostupné na Internetu <http://www.corporate-governance-code.de/> (navštívěno dne 18. 9. 2007)

Swiss Code for Best Practice for Corporate Governance. Dostupné na Internetu na stránkách Evropského institutu corporate governance (navštívěno dne 8. 8. 2007) http://www.ecgi.org/codes/documents/swisscodeofbestpractice_english.pdf

Zpráva o situaci na českém kapitálovém trhu 2005. Dostupná na Internetu na stránkách ČNB, http://www.cnb.cz/www.cnb.cz/cz/dohled_fin_trh/dohled_kapitalovy_trh/zpravy_o_situaci.html (navštívěno dne 18. 9. 2007).

Cross-border Voting in Europe. Final report of the Expert Group on Cross-Border Voting in Europe. 2002. 59 s., zpráva je dostupná na Internetu na adrese: <http://www.jura.uni-duesseldorf.de/dozenten/noack/texte/normen/amsterdam/final.pdf> (navštíveno 18. 9. 2007)

The Giovannini Group. Gross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union, Brusel 2001, 95 s., dostupné na stránkách Evropské komise (navštíveno dne 18. 9. 2007) http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/giovannini/clearing1101_en.pdf

Comparative Study of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and Its Member States. Final Report. Weil, Gotshal, Manager LLP. jménem Evropské Komise. 2002. 112 s. http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/corpgov/corp-gov-codes-rpt-part1_en.pdf (navštíveno dne 18. 9. 2007)

Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe. Brusel 2002. 165 s., dostupné na stránkách Evropské unie http://ec.europa.eu/internal_market/company/modern/index_en.htm (navštíveno dne 8. 8. 2006).

European Commission. Synthesis of the Comments on the Second Consultation Document of the Internal Market and Services Directorate-General. "Fostering an Appropriate Regime for Shareholders' Rights." 2005. 23 s., dostupné na Internetu na http://ec.europa.eu/internal_market/company/shareholders/indexa_en.htm (navštíveno dne 18. 9. 2007)

Komise Evropských společenství. Návrh směrnice Evropského parlamentu a Rady o vykonávání hlasovacích práv akcionáři společnosti, které mají sídlo v členském státě a jejichž akcie jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu, Brusel 2006, KOM (2005) 685 v konečném znění, 2005/0265, 18 s., dostupné na Internetu http://ec.europa.eu/internal_market/company/shareholders/indexa_en.htm (navštíveno dne 18. 9. 2007)

Report on the Proportionality Principle in the European Union. Proportionality between Ownership and Control in EU Listed Companies. External Study Commissioned by the European Commission. Dostupné na Internetu na stránkách Evropské komise http://ec.europa.eu/internal_market/company/shareholders/indexb_en.htm. (navštíveno dne 18. 9. 2007)

Zpráva o modernizaci práva obchodních společností a zdokonalení corporate governance společnosti v EU – Plán postupu [Brusel, 21. 5. 2003, COM (2003) 284 final], dostupné na Internetu na stránkách Evropské komise (navštíveno dne 18. 9. 2007) http://ec.europa.eu/internal_market/company/modern/index_en.htm.

a jejich dodržování je zajišťováno sankcemi převážně ekonomického charakteru. Vzhledem k tomu, že doporuční kodexů obsahují základní etické zásady a pravidla racionální organizace správy a řízení společnosti,⁶⁸ společnosti, která doporučené zásady nerespektuje, hrozí ztráta důvěry investorů, a tedy menší zájem o její akcie. V některých státech jsou známy i kodexy vydávané organizátory kapitálového trhu a zde potom bývá sankcí odmítnutí kótace akcií na daném trhu, či nezařazení již kótovaných akcií do koše rozhodného pro výpočet burzovních indexů.⁶⁹

Úroveň řádné správy a řízení hráje stále významnější roli při posuzování a oceňování společnosti investory.⁷⁰ Dodržování principů řádné správy je i jedním z faktorů, který zvyšuje důvěru konečných vlastníků, akcionářů, v řízení společnosti.

6. Reforma v duchu řádné správy a řízení společnosti

Jak bylo popsáno v první kapitole, současné akciové správo potřebuje reformu, která jej přiblíží potřebám praxe. Při ní je však nezbytné vycházet z principů corporate governance, které zajistí nastolení optimálního rámce pro správu a řízení společnosti. Přítomnost efektivního systému corporate governance, v rámci individuální společnosti i napříč národní ekonomikou, pomáhá dosažení stupně jistoty, který je nezbytný k řádnému fungování tržního hospodářství.⁷¹

Hlavní břímě spočívá nicméně na samotných společnostech, jakým způsobem zákonné předpisy a doplňující nezávazná doporučení v praxi implementují.⁷² Přestože empirická literatura potvrzuje, že společnosti s vyššími nároky na corporate governance dosahují vyšší tržní hodnoty,⁷³ neboť se těší větší důvěře investorů, u nás se inovace prosazují jen váhavě. Snad právě zavedení povinnosti uveřejnit postoj společnosti k pravidlům nejlepší správy v podobě výkazu o správě a řízení společnosti zvýší jejich motivaci, a pomůže tak rozvinout jejich větší soutěživost a působení trhu.

⁶⁸ Černá, S. Obchodní právo. Akciová společnost... *op. cit.* s. 273.

⁶⁹ Černá, S. Obchodní právo. Akciová společnost... *op. cit.* s. 274.

⁷⁰ Kavalíř P. Hodnocení corporate governance v České republice. Working Paper CES VŠEM 14/2005, 36 s., s. 3. Dostupné na internetových stránkách Vysoké školy ekonomie a managementu www.vsem.cz/data/docs/gf_WPNo14.pdf (navštívěno dne 18. 9. 2007).

⁷¹ OECD Principles of Corporate Governance... *op. cit.* Preamble, str. 11.

⁷² Podobně rovněž Cadburyho zpráva... *op. cit.* bod 3.13.

⁷³ Kavalíř P. Hodnocení corporate governance... *op. cit.* s. 17.

kterým toto přináší neúměrné náklady Chtějí-li se chovat racionálně, nezbývá jim nic než na výkon těchto práv rezignovat.

3. Vývoj koncentrace kapitálu

Tématem výkonu práv akcionářů a vnitřními kontrolními mechanismy je třeba se zabývat i z toho důvodu, že podoba akcionářské struktury, tak jak ji sledujeme dnes, nemusí u nás představovat stav definitivní.

I když vyšší koncentrace kapitálu je charakteristická i pro zbytek kontinentální Evropy a financování prostřednictvím cizího kapitálu si i zde zachovává značnou důležitost, v západní Evropě nedosahují plošně hlavní akcionáři tak vysokých podílů, jako v České republice. Neúčast akcionářů na valných hromadách je z tohoto důvodu pociťována jako značně znepokojující problém. Nízká účast na valných hromadách navíc posiluje postavení akcionářů, kteří se jí účastní. Za těchto okolností není problém pro akcionáře s poměrně nevýznamným podílem na hlasovacích právech získat při rozhodování, pomocí vytvoření blokační menšiny a nátlaku na vedení společnosti, důležité slovo, čehož někteří akcionáři využívají ve svůj prospěch a k prosazení vlastních zájmů.⁸⁴

Jak již bylo řečeno, vzhledem k akcionářské struktuře kótovaných společností u nás aktuálně podobné hrozby zatím nehrozí, majoritní akcionáři disponují dostatečnou silou, aby prosadili na valné hromadě jakákoli rozhodnutí i proti vůli všech ostatních akcionářů. Nicméně trh v České republice je velice mladý a není vyloučeno, že podobné problémy se brzy vyskytnou i u nás.

Analýza příčin koncentrace kapitálu a jeho dalšího možného vývoje u nás by jistě zabrala na samostatnou práci, takže já se omezím pouze na poukaz na vývoj, který bylo a je možné sledovat v Německu, Nizozemí, Švýcarsku, či dalších státech kontinentální Evropy. Také zde byla akcionářská struktura v minulosti do značné míry koncentrovaná, nicméně zejména v posledních dvou desetiletích byl zaznamenán významný trend směřující k jejímu poklesu.⁸⁵

⁸⁴ Podobné zprávy se v Německu objevují zejména v situacích jako jsou nepřátelské nabídky převzetí, kdy poslední dobou často vstupují do hry tzv. hedge fondy. Spoléhajíc právě na nepřítomnost části akcionářů na valné hromadě, skoupí část akcií, která jim umožní zablokovat přijetí určitých rozhodnutí na valné hromadě. S takovou hrozbou potom vyvíjejí tlak na vedení společnosti a snaží se dosáhnout vlastních cílů, zejména růstu kursu akcií.

⁸⁵ Wymeersch, E. Shareholders in Action...op. cit. s. 3; Höpner, M. Jackson, G. An Emerging Market for Corporate Control? The Mannesmann Takeover and German Corporate Governance. Max-Planck-

hromadě náleží. Vzhledem k tomu, že výkon práv akcionáře není právním úkonem, nejedná se o plnou moc k zastoupení při právním úkonu (§ 31 odst. 1 OZ), ale o plnou moc k výkonu práva. Protože zvláštní právní úprava pro plnou moc k výkonu práva neexistuje, je třeba použít úpravu nejbližší, tedy přiměřeně aplikovat ustanovení § 31 a násł. OZ.²¹⁹

Akcionář může být ohledně jedné akcie zastoupen pouze jedním zmocněncem, nicméně pokud je vlastníkem více akcií, může být zastoupen ohledně různých akcií různými zmocněnci.²²⁰ Toto má význam hlavně v případech, kdy jsou jeho akcie vedeny na více majetkových účtech, neboť pro akcionáře může být jednodušší, nechat se zastupovat různými zmocněnci ohledně akcií na každém z účtů (účet vlastníka v centrální či navazující evidenci). Směrnice zdůrazňuje zákaz omezení možnosti zastoupení různými zmocněnci v případě více majetkových účtů (**čl. 10 odst. 2 bod 2**). Současná účast zmocněnce a akcionáře na valné hromadě je, vzhledem k účelu tohoto institutu vyloučena,²²¹ i když v české literatuře se dříve objevoval i názor opačný.²²² Dle soudní judikatury neexistuje takové zákonem zaručené právo, a záleží tedy na valné hromadě samotné, zda účast připustí.²²³ Zmocněnec musí být však vždy oprávněn jednat jménem akcionáře samostatně.²²⁴ Zákonná právní úprava nebrání zmocněnci v současném zastupování více akcionářů, přičemž za každého akcionáře může dokonce hlasovat odlišným způsobem. Tento požadavek zakotvuje i směrnice v čl. 10 odst. 5, a stanovy tedy nebudou do budoucna v tomto směru moci obsahovat žádná omezení.

Naše současná právní úprava nestojí se směnicí a zásadami dobré správy v tomto směru přímo v rozporu. Problém systému, kdy si akcionář sám musí svého zástupce najít, nést náklady zastoupení, vystavit mu plnou moc atd., však spočívá v tom, že pro běžného akcionáře přináší komplikace podobné jako při účasti osobní. Právní úprava a kodex corporate governance by tedy měly společnosti nutit k tomu, aby akcionářům tento proces co možná nejvíce usnadnily. Jen pak se bude jednat o příhodný a efektivní nástroj výkonu práv akcionáře.

²¹⁹ Rozhodnutí Nejvyššího soudu ČR 29 Odo 215/2002.

²²⁰ Dědič J. a kol. Obchodní zákoník – komentář... *op. cit.* s. 2221; Štenglová, I., Plíva, S., Tomša, M. a kol. Obchodní zákoník. Komentář. 11. vydání. Praha: C. H. Beck, 2006, 1528 s., s. 683.

²²¹ Tuto možnost by nicméně mohly dovolovat stanovy společnosti. Štenglová, I., Plíva, S., Tomša, M. a kol. Obchodní zákoník. Komentář... *op. cit.* s. 606, 683.

²²² Dědič J. a kol. Obchodní zákoník – komentář... *op. cit.* s. 1800.

²²³ Rozhodnutí Nejvyššího soudu ČR 29 Odo 701/2004.

²²⁴ Rozhodnutí Nejvyššího soudu ČR 29 Odo 215/2002.