

Univerzita Karlova v Praze  
Právnická fakulta  
Katedra obchodního práva

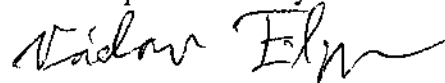
## DISERTAČNÍ PRÁCE

### **Vybrané právní problémy správy a řízení akciových společností v ČR**

Mgr. Václav Filip

2009

„Prohlašuji, že jsem disertační práci na téma: Vybrané právní problémy správy a řízení akciových společností v ČR zpracoval sám pouze s využitím pramenů v práci uvedených.“



Mgr. Václav Filip

Úvod.....	9
1. Systémy správy a řízení společností.....	13
1.1. Pojem správy a řízení.....	13
1.2. Systémy správy společnosti podle vlastnické struktury.....	14
1.2.1. Systém s vnější kontrolou .....	14
1.2.2. Systém s vnitřní kontrolou .....	16
1.2.3. Proměnlivost akcionářské vlastnické struktury .....	17
1.2.3.1. Dekoncentrace akcionářské struktury .....	17
1.2.3.2. Internacionalizace akcionářské struktury .....	18
1.3. Systémy správy společnosti podle organizačního uspořádání .....	19
1.3.1. Monistický systém .....	20
1.3.2. Dualistický systém .....	21
1.3.3. Konvergence monistického a dualistického systému .....	23
1.3.3.1. Závislost na cestě – <i>path dependence</i> .....	24
1.3.3.2. Vliv samoregulačních kodexů .....	24
1.3.4. Role valné hromady v obou systémech.....	25
1.4. Vliv systému správy a řízení na ochranu akcionářů a hodnotu akcií.....	27
1.4.1. Teorie původu práva .....	27
1.4.2. Kritika teorie původu práva .....	28
1.4.3. Teorie dělby moci .....	30
1.5. Cíl optimálního systému správy a řízení - ochrana akcionářů .....	32
1.5.1. Selhání obou systémů.....	32
1.5.2. Posilování akcionářských práv.....	33
1.5.3. Vývoj ochrany akcionářských práv.....	33
2. Základy teorie správy akciové společnosti.....	35
2.1. Problémy zmocnění .....	35
2.1.1. Výhody oddělení vlastnictví od řízení .....	36
2.1.2. Náklady spojené s oddělením vlastnictví od řízení.....	37
2.1.3. Mechanismy redukující náklady odděleného vlastnictví od řízení .....	38
2.1.4. Kritika tržních mechanismů .....	38
2.2. Vymezení zájmu společnosti .....	39
2.2.1. Teorie <i>shareholder value</i> .....	41
2.2.2. Teorie <i>stakeholder value</i> .....	42
2.2.3. Nový směr – <i>enlightened shareholder value</i> .....	43
2.2.4. Corporate Social Responsibility .....	44
2.3. Tři druhy problémů zmocnění .....	44
2.3.1. Konflikt zájmů mezi akcionáři a managementem .....	44
2.3.2. Konflikt zájmů mezi majoritními a minoritními akcionáři .....	44
2.3.3. Konflikt zájmů mezi společností a třetími osobami.....	45
2.4. Nástroje správy akciové společnosti.....	45
2.4.1. Tržní nástroje správy.....	45
2.4.1.1. Produktové trhy.....	46
2.4.1.2. Kapitálové trhy .....	46
2.4.1.3. Trh práce.....	47
2.4.1.4. Motivační odměňování managementu.....	48
2.4.2. Právní nástroje správy .....	48
2.4.3. Rozdělení právních nástrojů.....	50
2.4.3.1. Pravidla a standardy .....	51
2.4.3.2. Podmínky vzniku a zániku zmocnitelského vztahu .....	52
2.4.3.3. Právo volit a odvolávat .....	53
2.4.3.4. Právo iniciovat a vetovat.....	53
2.4.3.5. Stimulační nástroje – odměňování a správcovství.....	53
2.4.4. Druhy právních pramenů.....	54

2.4.4.1.	Zákonná úprava.....	54
2.4.4.2.	Stanovy a jiné vnitřní právní nástroje.....	55
2.4.4.3.	Dispozitivnost a kogentnost povinnosti.....	56
2.4.4.4.	Samoregulační nástroje.....	57
2.4.5.	Kodexy corporate governance.....	59
2.4.5.1.	Druhy kodexů.....	61
2.4.5.2.	Důvody pro dodržování kodexu.....	62
2.4.5.3.	Český kodex.....	64
3.	Právní regulace poskytování informací investorům a akcionářům.....	66
3.1.	Důvody pro právní regulaci poskytování informací investorům a akcionářům.....	66
3.1.1.	Koncept akcionářské informace.....	67
3.1.2.	Koncept tržní (regulované) informace.....	68
3.2.	Obchodněprávní regulace poskytování informací.....	69
3.2.1.	Informační toky v akciové společnosti.....	69
3.2.1.1.	Pravidelné zprávy o stavu společnosti.....	70
3.2.1.2.	Informace o vztazích v koncernu.....	71
3.2.1.3.	Informace ohledně bodů programu valné hromady.....	72
3.2.1.4.	Informace o strukturálních změnách ve společnosti.....	73
3.2.1.5.	Právo na přezkoumání (právo provést šetření).....	73
3.2.2.	Akcionářské právo na vysvětlení.....	74
3.2.2.1.	Základní kontury tuzemského práva na vysvětlení.....	75
3.2.2.2.	Kdy lze odepřít poskytnutí vysvětlení.....	76
3.2.2.3.	Právo na vysvětlení <i>de lege ferenda</i> .....	77
3.2.2.4.	Konflikt práva na vysvětlení a právní regulaci kapitálového trhu.....	78
3.3.	Právo na informace na kapitálových trzích.....	79
3.3.1.	Kapitálové informační povinnosti.....	81
3.3.2.	Kritérium vzniku informační povinnosti.....	82
3.3.2.1.	Regulovaný trh.....	82
3.3.2.2.	Burza.....	83
3.3.3.	Složky informační povinnosti.....	84
3.3.3.1.	Pravidelná informační povinnost.....	84
3.3.3.2.	Průběžná (ad-hoc) informační povinnost.....	86
3.3.4.	Principy poskytování informací na kapitálovém trhu.....	88
3.3.4.1.	Princip transparentnosti (pravdivosti).....	88
3.3.4.2.	Princip materiality informace.....	89
3.3.4.3.	Princip srozumitelnosti informace.....	90
3.3.4.4.	Princip dostupnosti informace emitentovi.....	91
3.3.4.5.	Princip aktuálnosti informace (včasné poskytnutí).....	91
3.3.4.6.	Princip nediskriminace.....	92
3.3.5.	Druhy poskytovaných kapitálových informací.....	92
3.3.5.1.	Finanční údaje o aktuální finanční situaci – „ <i>hard data</i> “.....	93
3.3.5.2.	Informace o budoucím vývoji – „ <i>soft data</i> “.....	95
3.3.5.3.	Informace o správě a řízení (včetně problémů zmocnění).....	96
3.3.6.	Způsob plnění informačních povinností.....	98
3.4.	Auditoři a jejich monitorovací role.....	99
3.4.1.	Nezávislost auditora.....	101
3.4.2.	Určení auditora a smlouva s auditorem.....	102
3.4.3.	Odpovědnost auditora.....	103
3.4.4.	Oznamovací povinnost auditora.....	104
3.4.5.	Dohled nad výkonem auditorské profese.....	105
3.5.	Důsledky porušení informační povinnosti.....	105
3.5.1.	Správní odpovědnost.....	106
3.5.2.	Soukromoprávní odpovědnost.....	108
4.	Organizační struktura kótované akciové společnosti.....	111
4.1.	Dělba moci uvnitř kótované akciové společnosti.....	111

4.1.1.	Alokace rozhodovacích pravomocí.....	112
4.1.1.1.	Rozhodovací pravomoc uvnitř české akciové společnosti.....	113
4.1.2.	Alokace návrhové pravomoci.....	114
4.1.3.	Alokace kontrolní pravomoci.....	116
4.2.	Postavení orgánů v kótované společnosti.....	117
4.2.1.	Valná hromada.....	118
4.2.1.1.	Doktrinální pohled na povahu valné hromady.....	118
4.2.1.2.	Funkce valné hromady.....	119
4.2.2.	Představenstvo.....	120
4.2.2.1.	Omezení působnosti představenstva.....	121
4.2.2.2.	Přenesení působnosti.....	122
4.2.2.3.	Složení představenstva.....	124
4.2.2.4.	Volba členů představenstva.....	124
4.2.3.	Dozorčí rada.....	126
4.2.3.1.	Kontrolní funkce dozorčí rady.....	126
4.2.3.2.	Jiné funkce dozorčí rady.....	127
4.2.3.3.	Složení dozorčí rady a účast zaměstnanců.....	128
4.2.4.	Výbory.....	130
4.2.4.1.	Výbor pro audit.....	131
4.2.4.2.	Fakultativně zřizované výbory.....	134
4.3.	Vlastnosti pro výkon funkce člena orgánu.....	136
4.3.1.	Podmínky pro výkon funkce v orgánu společnosti.....	136
4.3.1.1.	Úprava <i>de lege lata</i> - překážky výkonu funkce.....	137
4.3.1.2.	Řešení <i>de lege ferenda</i> pomocí pravidel diskvalifikace.....	138
4.3.1.3.	Pravidlo " <i>wronful trading rule</i> ".....	139
4.3.2.	Požadavek nezávislosti.....	141
4.3.2.1.	Účel požadavku nezávislosti.....	141
4.3.2.2.	Kritéria nezávislosti.....	142
4.3.2.3.	Uplatňování požadavku nezávislosti ve většinovém systému.....	144
4.3.3.	Odborná způsobilost.....	144
4.4.	Odměňování členů orgánů.....	145
4.4.1.	Účel regulace.....	145
4.4.2.	Druhy odměn.....	146
4.4.3.	Rozhodování o odměňování.....	147
4.4.3.1.	Nároková a nenároková plnění.....	147
4.4.3.2.	Rozhodovací pravomoc valné hromady v otázkách odměňování.....	148
4.4.3.3.	Role výboru pro odměňování.....	150
4.4.3.4.	Přiměřenost výše odměn.....	151
4.4.4.	Transparentnost odměňování.....	152
5.	Akcionář a jeho vliv na řízení společnosti.....	153
5.1.	Postavení akcionáře.....	153
5.2.	Obecné korektivy akcionářských práv.....	154
5.2.1.	Zásada rovnosti – stejného zacházení s akcionáři.....	155
5.2.1.1.	Obecná obchodněprávní úprava.....	155
5.2.1.2.	Zvláštní úprava ve vztahu ke kótovaným společnostem.....	156
5.2.2.	Zákaz zneužití práva.....	157
5.2.3.	Povinnost loajality mezi akcionáři a vůči společnosti.....	159
5.3.	Právo akcionáře účastnit se na řízení společnosti.....	161
5.3.1.	Teoretická východiska.....	161
5.3.2.	Rozsah vlivu akcionáře na řízení společnosti.....	162
5.3.3.	Nemožnost výkonu účastnických práv akcionáře.....	164
5.4.	Procedurální práva akcionářů.....	164
5.4.1.	Svolání akcionářů na valnou hromadu.....	165
5.4.1.1.	Způsob uveřejnění oznámení <i>de lege lata</i> .....	166
5.4.1.2.	Úprava <i>de lege ferenda</i> .....	167



112	5.4.2.	Právo svolat valnou hromadu.....	168
113	5.4.3.	Právo zařadit určitý bod do programu valné hromady.....	170
114	5.4.4.	Důvody pro odmítnutí procedurálních práv.....	172
116	5.4.5.	Právo uplatňovat návrhy a protinámry.....	174
117	5.4.5.1.	Právo uplatňovat návrhy.....	174
118	5.4.5.2.	Právo uplatňovat protinámry a jejich publicita.....	175
118	5.4.6.	Novodobé nástroje posilující roli akcionářů.....	176
119	5.5.	Hlasovací právo akcionáře.....	178
120	5.5.1.	Princip <i>one share – one vote</i> .....	179
121	5.5.2.	Výkon hlasovacích práv v systému většinového vlastnictví.....	183
122	5.5.3.	Pravidla pro výkon hlasovacích práv.....	186
123	5.5.3.1.	Usnášeníschopnost (kvorum).....	186
124	5.5.3.2.	Hlasovací většina.....	187
125	5.5.3.3.	Hlasování o členech orgánů společnosti.....	187
126	5.5.4.	Pozastavení výkonu hlasovacích práv.....	189
127	5.6.	Způsoby účasti a hlasování akcionáře na valné hromadě.....	190
128	5.6.1.	Distanční účast akcionáře a výkon hlasovacích práv.....	191
129	5.6.1.1.	Elektronická účast na valné hromadě.....	192
130	5.6.1.2.	Distanční a korespondenční hlasování.....	192
131	5.6.2.	Zastoupení akcionáře na základě plné moci.....	193
132	5.6.2.1.	Úprava <i>de lege lata</i> .....	194
133	5.6.2.2.	Úprava <i>de lege ferenda</i> .....	195
134	Závěr.....		198

## Seznam zkratk

### *České právní předpisy a ostatní předpisy*

<b>Burzovní pravidla</b>	Burzovní pravidla vydané burzovní komorou Burzy cenných papírů Praha účinné ke dni 1.12.2008.
<b>Novela ObchZ</b>	Novela obchodního zákoníku, kterou má dojít k transpozici Směrnice o akcionářských právech - sněmovní tisk č. 855, dostupný na <a href="http://www.psp.cz">www.psp.cz</a> ke dni 29.9.2009.
<b>ObchZ</b>	Zákon č. 513/1991 Sb. obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů.
<b>TZ</b>	Zákon č. 140/1961 Sb., trestní zákon, ve znění pozdějších předpisů.
<b>ZCP</b>	Zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, ve znění pozdějších předpisů.
<b>ZKPT</b>	Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů.
<b>Zákon o nabídkách převzetí</b>	Zákon č. 125/2008 Sb., o přeměnách obchodních společností a družstev.
<b>Zákon o přeměnách</b>	Zákon č. 104/2008 Sb., o nabídkách převzetí a o změně některých dalších zákonů.
<b>Zákon o auditorech</b>	Zákon č. 93/2009 Sb., o auditorech a o změně některých zákonů.
<b>Zákon o účetnictví</b>	Zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů.
<b>Zákoník práce</b>	Zákon č. 262/2006 Sb., zákoník práce, ve znění pozdějších předpisů.
<b>Živnostenský zákon</b>	Zákon č. 455/1991 Sb., o živnostenském podnikání, ve znění pozdějších předpisů.

### *Kodexy corporate governance*

<b>Combined Code</b>	Combined Code on Corporate Governance - britský kodex správy a řízení ve znění z června 2008.
<b>Český kodex</b>	Kodex správy a řízení společnosti založený na Principech OECD (2004).
<b>Německý kodex</b>	Deutscher Corporate Governance Kodex ve znění z 6.června 2008.
<b>Principy OECD</b>	OECD Principy Corporate Governance 2004.
<b>Slovenský kodex</b>	Kódex správy a riadenia spoločnosti na Slovensku ve znění z ledna 2008.

### *Předpisy a dokumenty Evropské unie*

<b>Akční plán Komise</b>	Sdělení Komise z 21.5.2003 – Modernizace práva obchodních společností a zlepšení řízení a správy společností v Evropské unii – Plán pro postup vpřed.
<b>Doporučení č. 2004/913/ES</b>	Doporučení Komise č. 2004/913/ES ze dne 14. prosince 2004 o podpoře vhodného systému odměňování správních orgánů společností kótovaných na burze.
<b>Doporučení č. 2005/162/ES</b>	Doporučení Komise č. 2005/162/ES o úloze nevýkonných členů správní rady nebo členů dozorčí rady a o výborech správní nebo dozorčí rady společností kótovaných na burze.
<b>První směrnice</b>	První směrnice Rady č. 68/151/ES ze dne 9. března 1968 v oblasti práva obchodních společností, zajišťující koordinaci k dosažení rovnocennosti záruk, které jsou vyžadovány v členských státech ve smyslu čl. 58 odst. 2 Smlouvy na ochranu zájmu společníků a třetích osob.
<b>Druhá směrnice</b>	Druhá směrnice Rady č. 77/91 ES ze dne 13. prosince 1976 v oblasti práva obchodních společností, ke koordinaci ochranných ustanovení,

	<p>kteřá jsou v členských státech předeřpsána společněstem ve smyslu čl. čl. 58 odst. 2 Smlouvy na ochranu zájmu společníků a třetích osob, s cílem dosáhnout toho, aby tato ustanovení byla vytvářena rovnocenně.</p>
<b>Čtvrtá směrnice</b>	Čtvrtá směrnice Rady č. 78/660/ES ze dne 25. července 1978 o ročních účetních závěrkách některých forem společností.
<b>Sedmá směrnice</b>	Sedmá směrnice Rady č. 83/349/EHS ze dne 13. června 1983 založená na čl. 54 odst. 3 g) Smlouvy a týkající se konsolidovaných účtu.
<b>Osmá směrnice</b>	Osmá směrnice Rady č. 84/253/EHS ze dne 10. dubna 1984 o schvalování osob pověřených prováděním povinného auditu účetních dokumentů
<b>Novela čtvrté a sedmé směrnice</b>	Směrnice Evropského Parlamentu a Rady 2006/46/ES ze dne 14. června 2006, kterou se mění směrnice Rady č. 78/660/ES o ročních účetních závěrkách některých forem společností, 83/349/EHS o konsolidovaných účetních závěrkách, 86/635/EHS o ročních účetních závěrkách a konsolidovaných účetních závěrkách bank a ostatních finančních institucích a 91/674/EHS o ročních účetních závěrkách a konsolidovaných účetních závěrkách pojišťoven.
<b>Nařízení o Mezinárodních účetních standardech Nařízení Komise o prospektu</b>	Nařízení Evropského parlamentu a Rady č. 1606/2002 o uplatňování mezinárodních účetních standardů. ze dne 19.7.2002.
	Nařízení Komise (ES) č. 809/2004 ze dne 29. dubna 2004, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES, pokud jde o údaje obsažené v prospektech, úpravu prospektů, uvádění údajů ve formě odkazu, zveřejňování prospektů a šíření inzerátů.
<b>Transparenční směrnice</b>	Směrnice Evropského parlamentu a Rady č. 2004/109/ES ze dne 15. prosince 2004 o harmonizaci požadavků na transparentci informací o emitentech, jejichž cenné papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu, a o změně směrnice č. 2001/34/ES.
<b>Prováděcí směrnice k transparentní směrnici</b>	Směrnice Komise 2007/14/ES ze dne 8.března 2007 kterou se stanoví prováděcí pravidla k některým ustanovením směrnice 2004/109/ES o harmonizaci požadavků na transparentci informací o emitentech, jejichž cenné papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu.
<b>Směrnice MIFID</b>	Směrnice Evropského parlamentu a Rady č. 2004/39/ES o trzích s finančními instrumenty.
<b>Směrnice o zneužití trhu</b>	Směrnice Evropského Parlamentu a Rady 2003/6/ES ze dne 28.ledna 2003 o obchodování zasvěcených osob a manipulaci s trhem (zneužívání trhu).
<b>Směrnice o akcionářských právech</b>	Směrnice Evropského Parlamentu a Rady 2007/36/ES ze dne 11.července 2007 o výkonu některých akcionářů ve společnostech s kótovanými akciemi.
<b>Směrnice o nabídkách převzetí</b>	Směrnice Evropského Parlamentu a Rady 2004/25/ES ze dne 21.dubna 2004 o nabídkách převzetí.
<b>Směrnice o povinném auditu</b>	Směrnice Evropského Parlamentu a Rady 2006/43/ES ze dne 17. května 2006 o povinném auditu ročních a konsolidovaných účetních uzávěrek, o změně směrnic Rady 78/660/EHS a 83/349/EHS a o zrušení směrnice Rady 84/253/EHS.
<b>Směrnice o kótaci</b>	Směrnice č. 2001/34/ES o přijetí cenných papírů ke kotování na burze cenných papírů a o informacích, které k nim mají být zveřejněny.
<b>Směrnice o prospektu</b>	Směrnice č. 2003/71/ES o prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování a o změně směrnice 2001/34/ES.

### **Zahraniční předpisy**

<b>AktG</b>	Německý zákon akciových společnostech ( <i>Aktiengesetz</i> ).
<b>Britská pravidla transparence</b>	Disclosure Rules and Transparency Rules vydané britským regulátorem - - Financial Services Authority.
<b>BGB</b>	Německý občanský zákoník ( <i>Bürgerliches Gesetzbuch</i> ).
<b>Companies Act 2006</b>	Britský zákon o obchodních společnostech z roku 2006, který nahrazuje Companies Act 1985 a kodifikuje řadu existujících common law principů.
<b>DGCL</b>	Obecný zákon o společnostech státu Delaware ( <i>Delaware General Corporation Law</i> ).
<b>Kótační pravidla NYSE</b>	New York Stock Exchange Listed Company Manual.
<b>SOX</b>	Sarbanes-Oxley Act ze dne 30.7.2002 ( <i>Act to protect investors by improving the accuracy and reliability of corporate disclosures made pursuant to the securities law, and for othe purposes</i> ).

### **Instituce**

<b>Americká komise</b>	Americká Komise pro cenné papíry ( <i>Securities and Exchange Commission</i> ).
<b>BCPP</b>	Burza cenných papírů Praha.
<b>BGH</b>	Německý spolkový soudní dvůr ( <i>Bundesgerichtshof</i> ).
<b>ESD</b>	Evropský soudní dvůr.
<b>KCP</b>	Komise pro cenné papíry.

## Úvod

Česká republika vstoupila do dvacátého roku od sametové revoluce a od transformace české ekonomiky do tržního systému. V rámci transformace byla drtivá většina státem vlastněných podniků převedena do soukromých rukou ať již formou přímého prodeje nebo kuponové privatizace. Právě metoda kuponové privatizace byla zvolena u většiny velkých podniků, které se transformovaly na akciové společnosti a jejich akcie byly obligatorně kótovány na burze.<sup>1</sup> Z ekonomického pohledu se toto rozhodnutí jeví jako logické, neboť pouze akciová společnost jako společnost kapitálového typu může sloužit jako nástroj financování, který umožňuje koncentraci velkého množství kapitálu od velkého počtu investorů za komparativně nejnižších nákladů.<sup>2</sup>

První porevoluční dekáda byla však charakteristická nedostatečnou právní regulací jak na poli korporálního práva tak i na poli práva kapitálových trhů. To vedlo k selhání kuponové privatizace jako transformačního programu, neboť byla použita právní forma veřejné akciové společnosti, která s ohledem na problémy zmocnění vznikající při její správě nemůže bez kvalitního právního rámce fungovat.<sup>3</sup> K umístění akcií těchto společností na burzu došlo na základě administrativního rozhodnutí nikoli na základě splnění určitých základních ekonomických parametrů, mezi než lze zařadit zejména velikost společnosti reprezentovaná určitou minimální výší základního kapitálu. To vedlo k tomu, že se na burze objevilo mnoho malých společností zcela nevhodných pro obchodování na burze, které by se tam za běžných podmínek nikdy neobjevily. Proto již v roce 1997 tedy krátce po vstupu společností na burzu z důvodu nedostatečné likvidity došlo k masivnímu zrušení kotace těchto společností na základě rozhodnutí burzy.<sup>4</sup>

Po těchto bouřlivých začátcích na českém kapitálovém trhu dochází v druhé dekádě ke zkvalitnění právního rámce. Stalo se tak zásadními novelami obchodního zákoníku z let 1996 a 2000, vznikem Komise pro cenné papíry a posílením regulačních prvků práva kapitálového trhu, které pronikají do českého práva z komunitární úrovně. Díky těmto reformám se situace na českém kapitálovém trhu stabilizovala a na obou burzovních trzích (Burze cenných papírů Praha a RM-System) zůstává kótováno přibližně třicet akciových společností.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> V první vlně kuponové privatizace (13.7.1993) bylo na pražské burze kótováno 955 akciových titulů. V následné druhé vlně (1.3.1995) bylo kótováno 674 akciových titulů. Nejvyššího počtu akcií kótovaných na burze bylo dosaženo 2.5.1996, kdy zde bylo 1792 akciových titulů. In *Fungáčová, Z.*: Can the Market Fix a Wrong administrative decision? Massive delisting on the Prague Stock Exchanges, CERGE-EL, Working Paper No. 335, Prague, 8/2007.

<sup>2</sup> *Posner, R.A.*: Economic Analysis of Law. Sixth Edition. New York: Aspen Publisher, 2003, s. 407 a násl.

<sup>3</sup> *Richter, T.*: Kuponová privatizace a její vlivy na správu a financování českých akciových společností, Praha, Nakladatelství Karolinum 2005, s. 3.

<sup>4</sup> V roce 1997 bylo zrušeno obchodování na burze u 1301 akciových společností.

<sup>5</sup> Podle údajů Střediska cenných papírů bylo k 31.12.2008 na těchto burzách kótováno 26 českých akciových společností.

Jde tedy o docela nízký počet společností. Situace je o to horší, podíváme-li se na „národnost“ těchto akciových společností. Na Burze cenných papírů Praha v systému SPAD (Systém pro podporu trhu a akcií a dluhopisů), kde jsou obchodovány nejlikvidnější akcie, nalezneme pouze pět českých emitentů – ČEZ, Telefónica O2, Komerční banka, Unipetrol, a Philip Morris ČR. Zbýlých osm společností se řídí zahraničním korporacním právem, přičemž mezi nejpopulárnější právní řády patří Nizozemsko (AAA, NWR) a Lucembursko (Orco, Pegas Nonwovens a ECM). Uvědomíme-li si, že žádná z nově přichozích společností na burzu nevyužila české korporacní národnosti, ba naopak že jsme svědky trendu opačného, kdy čeští podnikatelé provozující svůj podnik na území naší země emigrovali pod režim cizího korporacního práva, je třeba se zamyslet nad důvody, které je k tomu vedly. Podle všeho to totiž vypadá, že české právo obchodních společností není pro akciový kapitál zajímavé, neboť v konkurenci ostatních právních úprav v Evropě výrazně zaostává. Je to přitom právě oblast kótovaných akciových společností, kde český vlastník společnosti, může využít jiné – pro něj výhodnější národní právní úpravy k založení akciové společnosti a její akcie přitom mohou být obchodovány na pražské burze.

Tato práce se pokouší zachytit moderní trendy, kterými se ubírá právo akciových společností s kótovanými cennými papíry. Právě tato oblast prochází bouřlivým vývojem na úrovni komunitárního práva. Na tomto poli došlo v posledních letech (2003 - 2008) na základě Akčního plánu Komise k přijetí řady směrnic a jiných právních předpisů, které vedou k harmonizaci práva v Evropské unii zejména v oblasti práva kapitálových trhů, což má hlavní dopad na kótované akciové společnosti. Harmonizace akciového práva napříč Evropou má zajistit vyšší konkurenceschopnost evropských kapitálových trhů oproti nejrozvinutějšímu trhu ve Spojených státech amerických. Zároveň má přinést srovnatelný právní rámec do všech členských států. Největší deficit je spatřován v ochraně práv akcionářů a některých dalších zainteresovaných osob.

Systémy správy a řízení jsou v každé zemi přirozeně velmi ovlivněny jejich tradicí, historií a kulturou. Právní systém v České republice je úzce spjat s právním systémem v Německu a Rakousku. Právo obchodních společností proto i po revoluci navázalo na tradici německo-rakouského práva. Tím je dána podobnost českého systému správy a řízení akciových společností s německým systémem. Je tedy přirozené, že při zkvalitňování tuzemské úpravy se lze opřít o německý akciový zákon, jehož kvalita je nepochybná, i když v posledních letech v řadě oblastí prodělal také několik změn, které byly reakcí na celoevropský a americký vývoj.

Tato práce se v rámci tohoto evropského kontextu zabývá analýzou právních nástrojů českého akciového práva a práva kapitálového trhu. Soustředí se přitom na ty nástroje, jejichž účelem je ochrana postavení akcionáře společnosti. Jak totiž ukazují empirické analýzy (kapitola 1.4.1 a 1.5.3), mezi ochranou akcionářů a rozvojem kapitálových trhů a fungováním ekonomiky jako celku lze spatřovat určitou souvislost. Předmětem zkoumání jsou proto výlučně právní pravidla, která dopadají na akciové společnosti, jejichž akcie jsou přijaty k obchodování na regulovaných trzích (kótované společnosti).<sup>6</sup> Kromě analýzy stávající právní regulace je cílem této práce především navrhnout a doporučit legislativní řešení de lege ferenda, která by měla přispět ke zvýšení ochrany akcionářů a potažmo zkvalitnění českého akciového práva jako celku.

Práce je rozdělena do několika celků. První část obsahuje kategorizaci systémů správy a řízení a jejich základní charakteristiky. V další části jsou rozebrány základní teoretická východiska správy obchodních společností, z nichž moderní právo obchodních společností vychází. Identifikuje tři základní druhy problémů zmocnění a diskutuje o tržních a právních nástrojích, kterými lze tyto problémy redukovat. Na závěr se tato kapitola zabývá nejmodernějším trendem regulace kótovaných akciových společností, kterým jsou kodexy správy a řízení.

Část třetí, čtvrtá a pátá jsou nosné z hlediska analýzy tuzemské právní regulace. V části třetí je pozornost věnována právní regulaci poskytování informací investorům a akcionářům. Oblast transparency akciových společností je nejvíce dotčenou regulací práva evropských společenství, která doznala zásadních změn a výrazným způsobem se dotkla právních úprav jak nových členů Evropské unie včetně České republiky tak i vyspělých zakládajících členů. Zakotvení jednotných informačních povinností a transparency na evropské úrovni je považován ze základní prvek prohloubení integrace trhů v Evropě a zabezpečení systému kontroly správy a řízení kótovaných akciových společností.<sup>7</sup> Zároveň poskytování dostatečných informací o hospodářských výsledcích a finanční kondici kótované společnosti je základním předpokladem pro výkon práva akcionáře podílet se na jejím řízení.

V části čtvrté je rozebrána organizační struktura kótované společnosti z hlediska rozdělení pravomocí mezi řídicími a kontrolními orgány společnosti. Práce reflektuje změny, ke kterým došlo v důsledku implementace Směrnice o auditorech, kdy stávající dualistická struktura rozdělení pravomocí mezi představenstvo a dozorčí radu byla rozšířena o výbor pro

<sup>6</sup> Pro usnadnění práce s textem nebude v této práci slovní spojení „akciové společnosti, jejichž akcie jsou přijaty k obchodování na regulovaných trzích“ důsledně používáno. Namísto toho budeme pracovat s pojmem „kótované společnosti“.

<sup>7</sup> Viz závěry ze zprávy Report of the High Level Group of Company Law Experts on A Modern Regulatory Framework of the Company Law in Europe, European Commission, Brusel, 4.11.2002 a a následného Akčního plánu Komise.

audit, který se stal třetím samostatným orgánem ve společnosti. Čtvrtá kapitola se následně zabývá otázkou předpokladů pro výkon funkce v orgánech společnosti, neboť kromě vyváženého rozdělení pravomocí uvnitř společnosti jde o další instrument, kterým lze zamezit potenciálnímu konfliktu zájmů osob, které jsou do orgánu jmenovány.

Část pátá analyzuje postavení akcionáře v kótované společnosti a jeho vliv na její řízení. Akcionář svůj vliv na řízení může uplatňovat prostřednictvím svých nemajetkových práv - práva účastnit se na řízení společnosti a s ním souvisejících dílčích procedurálních práv. Těm je věnována zvláštní pozornost, neboť jejich výkonem mohou akcionáři významně ovlivnit některá rozhodnutí ve společnosti. Nejzákladnějším právem v rámci práva účastnit se na řízení společnosti je samozřejmě hlasovací právo akcionáře. Ve zbytku se část pátá věnuje způsobům účasti a hlasování akcionáře bez nutnosti fyzické přítomnosti na valné hromadě. Tyto moderní způsoby účasti by měly zvýšit vliv akcionářů ve společnosti, což by mělo opět vést ke zkvalitnění řízení ve společnosti.



# 1. Systémy správy a řízení společností

## 1.1. Pojem správy a řízení

Pravidla správy a řízení společnosti jsou českým ekvivalentem anglického častěji používaného termínu *Corporate Governance*. Tento pojem bývá definován různými způsoby. Podle definice uvedené v OECD kodexu „*Corporate Governance zahrnuje celou spleť vztahů mezi vedením společnosti, dozorčím orgánem, akcionáři a jinými osobami podílejícími se na podniku (investoři). Corporate Governance také stanovuje rámcovou strukturu, na základě které se stanovují cíle společnosti, prostředky, jak těchto cílů dosáhnout a možnosti kontroly jejich dosažení.*“ Z pohledu ekonomického lze rovněž říci, že jde o soubor mechanismů, prostřednictvím nichž se vnější investoři chrání před vyvlastňováním ze strany zasvěcených osob<sup>8</sup> nebo také o mechanismy, které akcionářům zajišťují, že dostanou spravedlivý výnos z jejich investice.<sup>9</sup> Také jej lze definovat jako způsob, kterým obchodní právo alokuje pravomoci uvnitř společnosti. V širším kontextu pravidla dobré správy a řízení zajišťují kvalitní a účinné fungování společnosti.

Panují rozdílné představy o tom, jak má správný systém správy a řízení společnosti vypadat. Zatímco v USA jsou na prvním místě zájmy investorů, což pro společnost znamená maximalizaci akcionářské hodnoty a snižování nákladů zmocnění, které jsou spatřovány ve vztahu řídicích osob vůči akcionářům. V kontinentální Evropě jsou naroveň zájmům akcionářů stavěny zájmy dalších účastníků. S ohledem na globalizaci kapitálových trhů vyvstává otázka, zda lze skutečně jednotlivé systémy oddělit. Stále více institucionálních investorů z USA investuje na evropských trzích a evropské akciové společnosti vydávají akcie na burze v New Yorku. Pokud existuje ideální model *Corporate Governance*, pak ještě nebyl objeven. Přestože s ohledem na silná práva minoritních akcionářů řada amerických akademiků předpokládá, že výsledkem konvergence bude americký model „akcionářského kapitalismu“ v prostředí s rozptýlenou akcionářskou strukturou<sup>10</sup>, ne všichni však souhlasí s touto hypotézou nadřazenosti amerického modelu.<sup>11</sup>

<sup>8</sup> La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.: *Investor Protection and Corporate Governance*.

<sup>9</sup> Shleifer, A., Vishny, R.: *A Survey of Corporate Governance*, 1997.

<sup>10</sup> Např. Baums, T. & Scott E. K.: *Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in the United States and Germany*, (2003) ECGI Law Working Paper No. 17/2003, s. 3 a násl.; Gordon N. J.: *An International Relations Perspective on the Convergence of Corporate Governance: German Shareholder Capitalism and the European Union 1990-2000*, (2003) ECGI Law Working Paper No. 06/2003, s.43; Hansman, H. & Kraakman, R.: *The End of History for Corporate Law* (2001), 89 *Georgetown L.J.* 439, 443.

<sup>11</sup> Např. Hopt J.K. & Leyens C.P.: *Board Models in Europe – Recent Developments of Internal Corporate Governance Structure in Germany, the United Kingdom, France and Italy* (2004), ECGI Law Working Paper No. 18/2004, s. 19 a násl.

Transparentnost akcionářské struktury je v Evropě vzhledem ke koncentrovanému vlastnictví důležitým faktorem pro ocenění pozice vnějšího investora a užitku, které mu to může přinést. Z tohoto důvodu je důležitým faktorem správy a řízení v koncentrované vlastnické struktuře oznamovací povinnost o vlastnickém balíku. Z tohoto důvodu je trh s korporátní kontrolou v Evropě předmětem výrazné regulace, která se liší od USA. Tento rozdíl spočívá v možnosti většinových vlastníků získávat soukromé užitky z ovládnutí, jak za trvání společnosti, tak zejména při změně kontroly.

## **1.2. Systémy správy společnosti podle vlastnické struktury**

Akcionářská struktura v USA a Velké Británii se liší od té v kontinentální Evropě. Koncentrované vlastnictví převládá na celém světě. USA a Velká Británie s roztroušenou vlastnickou strukturou jsou vlastně výjimkou. V závislosti na odlišné akcionářské struktuře se také liší i problémy správy a řízení kótovaných společností. Ve společnostech s rozptýlenou akcionářskou strukturou je hlavním problémem nastolit účinnou kontrolu nad managementem společnosti a naopak ve společnostech s většinovým akcionářem, je třeba zajistit, aby management dbal nikoli zájmů tohoto akcionáře, ale zájmů společnosti. Pro tyto účely je proto nutné vymezit zájem společnosti a jak se liší od zájmů akcionářů. Jelikož předmětem úpravy správy a řízení jsou i další problémy vyplývající z konfliktů zájmů mezi zájmy většinových a menšinových akcionářů a z konfliktů zájmů mezi zájmy akcionářů a zaměstnanců, je nutné se soustředit na zájem těchto skupin.

Literatura<sup>12</sup> zabývající se komparativní analýzou systémů správy a řízení společností rozlišuje dva základní systémy podle typu vlastnické struktury, a to na systém s vnější kontrolou a systém s vnitřní kontrolou.

### **1.2.1. Systém s vnější kontrolou**

V systému s vnější kontrolou (*outsider system*) spočívá kontrola akciové společnosti na tržních silách, což je dáno převažující rozptýlenou strukturou akcionářské základny. Tento systém se nejvíce rozvinul v USA a Velké Británii, tedy v zemích patřících do právního systému *common law*. Přestože rozptýlená vlastnická struktura je charakteristická pro Spojené státy americké a Velkou Británii, lze ji považovat z hlediska celosvětového spíše za výjimku.<sup>13</sup> Ve všech ostatních zemích světa je vlastnická struktura koncentrována do bloků

<sup>12</sup> La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A.: Corporate Ownership Around the World, NBER Working Paper Series, Working Paper 6625, National Bureau of Economic Research, 1998, na <http://www.nber.org/papers>; Hopt, K.: Comparative Company Law, ECGI, Working Paper No. 77/2006.

<sup>13</sup> La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A.: Corporate Ownership Around the World, NBER Working Paper Series, Working Paper 6625, National Bureau of Economic Research, 1998, na <http://www.nber.org/papers>.

nebo u většinového akcionáře. Většinovým akcionářem jsou buď rodiny nebo rodinné klany, příp. většinový balík akcií drží stát nebo samosprávné orgány.

Anglo-americký systém vnější korporátní kontroly je založen na důvěře v tržní síly, které mají vliv na chování manažerů. V tomto systému vychází konstrukce právních mechanismů zakotvených v zákonech z předpokladu aktivní soutěže na trhu produktovém, akciovém a trhu práce s manažery, která bude významně ovlivňovat chování manažerů. Důsledkem toho je oslabení přímého výkonu akcionářských práv. Z tohoto důvodu jiná kategorizace<sup>14</sup> označuje systém vnější korporátní kontroly jako *implicitní systém*, který je založen na monitorování ze strany investorské veřejnosti, nabídkách převzetí, oceňovacích právech, které slouží jako ochranný mechanismus minorit, a vedle toho na akcionářských žalobách, které mohou tito akcionáři využít pro svoji finanční kompenzaci. Všechny tyto prostředky mají implicitní povahu<sup>15</sup>, neboť akcionář může kdykoli své akcie prodat. Přímý kontakt akcionářů s manažery společnosti na valné hromadě není nutný, protože akcionáři ovlivňují manažery nepřímo svým chováním. Základním předpokladem pro tento systém je funkční kapitálový trh, kde akcie jsou plně likvidní a směnitelné za peníze.

Pro vnější systém korporátní kontroly je příznačný problém tzv. manažerského opevnění (*managerial entrenchment*), který znesnadňuje výměnu členů ve správní radě. Akcionáři nemají možnost jednoduše svolat valnou hromadu a na ní odvolat členy správní rady a jmenovat do správní rady své zástupce. Relativně slabší pozici amerických akcionářů lze přičítat soutěži právních řádů v jednotlivých státech USA, která vede k omezování kogentních pravidel v zákonech o obchodních společnostech (*race to the bottom*) za účelem zvyšování atraktivity právního řádu v konkrétním státě. Podle Bebchuka vede soutěž právních řádů v USA k degradaci (oslabování) akcionářských práv a akcionáři tím ztrácejí možnost ovlivňovat řízení společnosti.<sup>16</sup> Naproti tomu v britském korporátním právu se s problémem manažerského opevnění setkat nemůžeme, neboť členové správní rady podléhají hrozbě poměrně rychlého odvolání jednoduchou většinou akcionářů. Ve Velké Británii kromě zákonné regulace výrazně napomáhá i samoregulace, která byla vyvinuta institucemi působícími na kapitálovém trhu a do určité míry se přelila do britské zákonné regulace kótovaných společností. Zejména britský kodex k nabídkám převzetí (*The City Code on Takeovers and Merger*) poskytuje akcionářům značnou kontrolu nad chováním členů správní

<sup>14</sup> Viz kategorizace německého akademika Dirk Zetsche in *Zetsche, D.: Explicit and Implicit System of Corporate Control - A Convergence Theory of Shareholder Rights*, CBC Research Paper.

<sup>15</sup> *Zetsche, D.: Explicit and Implicit System of Corporate Control - A Convergence Theory of Shareholder Rights*, CBC Research Paper, s. 19 a násl.

<sup>16</sup> *Bebchuk, L., Cohen, A.: The Costs of Entrenched Boards*, 2004, Working Paper, Harvard John M. Olin Center for Law.

rady při nabídkách převzetí, než je tomu u více manažersky nakloněné doktríny amerického (zejména delawarského) práva.

### 1.2.2. Systém s vnitřní kontrolou

Pro kontinentální Evropu a tedy i pro Českou republiku je charakteristický systém s vnitřní kontrolou (*insider system*), který je založen na koncentrovaném vlastnictví. V tomto systému akcionář nebo více akcionářů jednající ve shodě držící kontrolní balík akcií (*insider*) hlídá a kontroluje členy vedení společnosti. Problém zmocnění mezi správní radou a akcionáři je do značné míry redukován kontrolou ze strany většinového akcionáře. Na druhou stranu zde vzniká problém zmocnění mezi většinovým a menšinovými akcionáři, tj. riziko, že většinový akcionář zneužije svého vlivu ve společnosti ve svůj prospěch na úkor ostatních akcionářů, věřitelů a ostatních subjektů (tzv. *stakeholders*). Prospěch, který z toho má, je v ekonomické literatuře označován jako soukromé požitky z ovládnutí (*private benefits of control*).<sup>17</sup> Zneužití korporátního majetku, který je převáděn do rukou většinového akcionáře je tedy hlavním rizikem, kterému je v systému s vnitřní kontrolou nutné čelit.

Systém s vnitřní kontrolou je založen na přímém vlivu většinového akcionáře, který má své zastoupení v orgánech společnosti. Minoritní akcionáři pak monitorují orgány společnosti prostřednictvím valné hromady. Pro systém s vnitřní kontrolou nebo také *explicitní systém*, jak jej označuje Zetzsche,<sup>18</sup> jsou charakteristické explicitní právní mechanismy, mezi něž patří výkon hlasovacích práv, akcionářský dohled na valné hromadě, právo akcionáře podat žalobu na neplatnost usnesení valné hromady a ochrana minoritních akcionářů prostřednictvím koncernového práva. Účinky těchto mechanismů, které chrání minoritní akcionáře v koncentrovaném vlastnickém systému, lze pozorovat v Německu, které nedisponuje s efektivním kapitálovým trhem (tj. trhem, který není dostatečně účinný při monitorování a oceňování). Jak upozorňují někteří autoři,<sup>19</sup> v Německu manažeři a ovládající akcionáři nevykořisťují minoritní akcionáře v takovém rozsahu, jako to lze sledovat v jiných zemích s koncentrovaným vlastnictvím. To je dáno existencí zvláštních mechanismů, které nahradily nepřímé monitorování investory na kapitálových trzích, mezi něž patří (i) silná akcionářská práva na valných hromadách, (ii) koncernové právo, které řeší konflikt minoritních a majoritních akcionářů a (ii) účast věřitelů (bank) v dozorčích radách. Někteří další

<sup>17</sup> Soukromé požitky z ovládnutí ekonomové definují jako čistou hodnotu všech příležitostí, prostřednictvím kterých může osoba, kontrolující akciovou společnost, extrahovat příjem ze svého pozice svého vlivu na vedení společnosti nebo z informací, které díky svému vlivu získá, a které nejsou ostatním investorům veřejně dostupné, aniž by na tomto příjmu poměrně participovali ostatní akcionáři společnosti. Viz např. Zingales, L.: Why it's worth being in control, Financial Times, *Mastering Finance*, 9.6.1997, s. 13.

<sup>18</sup> Zetzsche, D.: Explicit and Implicit System of Corporate Control - A Convergence Theory of Shareholder Rights, CBC Research Paper.

<sup>19</sup> Noack, U., Zetzsche, D.: Corporate Governance Reform in Germany: The Second Debate dostupné na [www.jura.uni-duesseldorf.de/cbc](http://www.jura.uni-duesseldorf.de/cbc).

komentátoři<sup>20</sup> zastávají názor, že rovněž (i) sociální a etické překážky nebo (ii) omezení vznikající účastí zaměstnanců v dozorčích radách rovněž přispívají k omezení manažerů a ovládajících osob ve vykořisťování minoritních akcionářů.

Teorie explicitní akcionářské kontroly je tak konzistentní s historicky slabými kapitálovými trhy, kde akcionáři nemohou prodat své akcie ani propustit zaměstnance a mají zájem na dlouhodobě fungující podnikatelské činnosti.

### 1.2.3. Proměnlivost akcionářské vlastnické struktury

Vlastnická struktura akciových společností je proměnlivá v čase. Za poslední dekádu můžeme v Evropě pozorovat dva trendy, kterými se vlastnická struktura ubírá. Lze mluvit o trendu dekoncentrace a internacionalizace vlastnické struktury.

#### 1.2.3.1. Dekoncentrace akcionářské struktury

Složením akcionářů v akciových společnostech se v posledních letech zabývala řada empirických studií. Podle empirického výzkumu Barca a Becht (2001)<sup>21</sup> analyzující evropskou akcionářskou strukturu v roce 1995<sup>22</sup> činil hlasovací podíl nejsilnějšího majoritního akcionáře ve Velké Británii méně než 10 %, ve Francii 20 % v největších společnostech a v ostatních kótovaných společnostech více než 50 %, rovněž v Rakousku, Belgii, Německu a Itálii to bylo více než 50 %. Navazující práce od Van Der Elst<sup>23</sup> srovnávala vývoj akcionářské struktury v období 1999 – 2007 ve více než 1300 kótovaných společnostech v pěti evropských zemích (Belgie, Francie, Itálie, Španělsko a Velká Británie). Z této studie vyplývá, že v zemích s většinou vlastnickou strukturou - Francie, Itálie a Belgie, kde podíl většinového akcionáře na hlasovacích právech obecně přetrvával na vyšší úrovni, došlo v uvedeném období k jeho snížení.<sup>24</sup> Naopak ve Velké Británii, kterou lze považovat za reprezentanta země s rozptýlenou vlastnickou strukturou, došlo ke zvýšení podílu nejsilnějšího akcionáře.<sup>25</sup> Určité zvýšení lze pozorovat i ve Španělsku<sup>26</sup>, které lze sice zařadit do většinového systému, nicméně tuto zemi nelze považovat za typického

<sup>20</sup> Roe, M.: Political Determinants of Corporate Governance, Oxford University Press, New York, 2003.

<sup>21</sup> Barca, F., Becht, M.: The Control of Corporate Europe. 2001. Oxford University Press.

<sup>22</sup> Asijskou akcionářskou strukturu byla zkoumána například ve studii Claessens, S., Djankov, S., Lang, L.: The separation of ownership and control in East Asian corporations. Journal of Financial Economics 58, 2000, podle níž největší akcionáři ve východní Asii (Hong Kong, Indonésie, Filipíny, Malajsie) mají hlasovací podíl 20 až 30 %, zatímco v Japonsku méně než 10 %

<sup>23</sup> Van der Elst, Ch.: Shareholder mobility in Five European Countries, ECGL, Law Working Paper No. 104/2008.

<sup>24</sup> Ve Francii, Itálii a Belgii, kde činil průměrný podíl nejsilnějšího akcionáře na hlasovacích právech 47 %, 46 % a 39 %, došlo k poklesu na 43 %, 44 % a 35 %.

<sup>25</sup> Ve Velké Británii má 60 % společností akcionáře pohybujícím se mezi 10-30 % hlasovacích práv, přičemž počet britských společností, které lze považovat za společnosti s rozptýlenou akcionářskou strukturou (tj. s nejsilnějším vlastníkem do 10 %) je přibližně 1/4. Průměrný podíl nejsilnějšího akcionáře na hlasovacích právech se zvýšil z 18 % na 19 %.

<sup>26</sup> Průměrný podíl nejsilnějšího akcionáře na hlasovacích právech se zvýšil z (z 33 % na 37 %).

reprezentanta většinového systému, neboť pouze 1/3 společností zde má většinového vlastníka. Z uvedeného je patrný **určitý trend postupné dekoncentrace vlastnické struktury v zemích, kde převažuje většinová vlastnická struktura.**

Podíváme-li se na změnu v akcionářské struktuře společnosti z hlediska jejího životního cyklu, zjistíme, že **k dekoncentraci vlastnické struktury přirozeně dochází po vstupu společnosti na burzu.** Většinový vlastník se vstupem na burzu zbavuje svého většinového podílu. Empirický výzkum ukazuje, že v klasickém rozptýleném vlastnickém systému, který je charakteristický pro USA, v prvním roce po vstupu na burzu klesne podíl většinového akcionáře na 38 % a v dalších třiceti letech poklesne na 15 %.<sup>27</sup> Ve většinovém systému po vstupu společnosti na burzu samozřejmě nedochází k dekoncentraci v takovém masivním měřítku. Původní vlastník zpravidla i několik desítek let po vstupu společnosti na burzu drží v rukou podíl, který mu umožňuje ovládat společnost.

### **1.2.3.2. Internacionalizace akcionářské struktury**

Globalizace a internacionalizace proniká do všech oblastí života, nelze se tedy divit, že se dotýká i vlastnické struktury společností. Trend internacionalizace akcionářské struktury založený na svobodě volného pohybu kapitálu je patrný především v Evropské unii. Evropská komise uvádí, že v Evropské unii v průměru 30% akcionářů kótovaných společností pochází ze zahraničí.<sup>28</sup> Narůstající mobilitu mezinárodního kapitálu ilustruje rovněž empirická studie Van der Elsta, podle níž se celkový počet společností se zahraničním akcionářem zvýšil.<sup>29</sup> Trend internacionalizace se nejvíce projevuje ve Velké Británii, kde téměř polovina společností má velkého zahraničního akcionáře. V Belgii, Itálii, Francii a Španělsku lze nalézt významného zahraničního akcionáře v každé třetí společnosti.<sup>30</sup> Internacionalizace akcionářského portfolia se projevila i v České republice, kde v důsledku privatizace došlo k odprodeji majoritních podílů ve významných českých společnostech zahraničním vlastníkům. Kromě společnosti ČEZ jsou všechny ostatní významné české kótované společnosti ovládané zahraničními vlastníky (Telefónica O2 – Španělsko, Komerční banka – Francie, Unipetrol – Polsko, Philip Morris – USA).

Investování do zahraničních společností výrazně ovlivňuje právní regulace bank, investičních a penzijních fondů, která určuje, jakou výši (podíl) finančních prostředků lze do určitých subjektů investovat. Například v Německu nová daňová pravidla umožnila bankám

<sup>27</sup> Helwege, J., Pirinsky, C., Stulz, R.: Why do Firms Become Widely Held?, An Analysis of the Dynamics of Corporate Ownership, 2007, Journal of Finance 62, 995-1028.

<sup>28</sup> Noack, U.: The Shareholder Rights Directive (Die Aktionärsrechte-Richtlinie), Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf - Juristische Fakultät, Center for Business and Corporate Law Research Paper Series, No. 0034 (05/2008).

<sup>29</sup> Van der Elst, Ch.: Shareholder mobility in Five European Countries, ECGI, Law Working Paper No. 104/2008, s. 31.

<sup>30</sup> Tamtéž.

prodat určitou část svého akciového portfolia ve velkých průmyslových společnostech. Řada trhů omezuje vlastnictví pro zahraniční investory na určitou úroveň vlastnického podílu či hlasovacích práv. Na řadě trzích investoři musejí mít akcie registrované na své jméno a nikoli na jméno uschovatele (správce).

Internacionalizaci akcionářské struktury v Evropě brání řada procedurálních překážek, s nimiž se akcionář musí vypořádat, chce-li vykonávat svá akcionářská práva. Zahraniční akcionář se jen obtížně dostává k informacím o stavu své investice, nemůže svá účastnická práva vykonávat na valné hromadě distančně, problém nepochybně působí i jazyková bariéra. Tyto překážky přinášejí akcionáři další náklady. Proces vedoucí k odstranění těchto bariér byl nastartován evropskou regulací, která v členských státech Evropské unie harmonizuje informační povinnosti kótovaných společností (kapitola 3.3) a upravuje alternativní způsoby účasti a hlasování akcionářů na valné hromadě (kapitola 5.6). Všechny tyto bariéry se pokouší odstranit harmonizace

### **1.3. Systémy správy společnosti podle organizačního uspořádání**

Akciové právo rozeznává dva základní systémy organizačního uspořádání akciové společnosti - monistický a dualistický systém. Monistické uspořádání správy a řízení společnosti (*one-tier system*) se vyznačuje jediným orgánem slučujícím řídicí a kontrolní funkce, který se česky označuje jako *správní rada*, anglicky *board of directors*, ve Francii jako *directoire* a v Německu *Verwaltungsrat*. Naproti tomu v klasickém dualistickém systému (*two-tier system*) jsou tyto funkce rozděleny mezi dva samostatné orgány - dozorčí radu (*supervisory board*) a představenstvo (*board of directors*).

Do těchto stávajících systémů vstupuje komunitární regulace ve formě Směrnice o povinném auditu upravující provádění auditu v kótovaných akciových společnostech (resp. subjektech veřejného zájmu). Ta určuje, že každá kótovaná společnost musí mít výbor pro audit (*audit committee*).<sup>31</sup> Je přitom ponecháno na členském státu, jaká pravidla pro vytvoření výboru pro audit stanoví.<sup>32</sup> To dává členským státům určitou flexibilitu navázat tento orgán do stávajícího systému organizačního uspořádání.

<sup>31</sup> Čl. 41 Směrnice o povinném auditu.

<sup>32</sup> Podle čl. 41 Směrnice o povinném auditu členský stát určí zda se musí výbory pro audit skládat z nevykonných členů správního orgánu nebo členů dozorčího orgánu auditovaného subjektu nebo členů jmenovaných valnou hromadou akcionářů auditovaného subjektu. V každém případě však alespoň jeden člen výboru pro audit musí být nezávislý a musí mít účetní nebo auditorskou kvalifikaci.

Vedle těchto orgánů lze v některých zemích nalézt i další zvláštní funkcionáře, kterým je v akciové společnosti zákonem přiznáno zvláštní postavení - například ve Velké Británii se zřizuje povinně funkce tajemníka (*secretary*).<sup>33</sup>

### 1.3.1. Monistický systém

Monistický systém má svůj původ v angloamerickém právním prostředí a lze jej považovat za vývojově starší. V monistickém systému **náleží výkon obchodního vedení i dohledová pravomoc pouze jednomu orgánu**, kterým je správní rada (*board of directors*). Jde tedy o centrální manažerský správní orgán, kterému je svěřena funkce řízení a kontroly všech vnitřních jednotek společnosti. Správní rada v zásadě stanoví strategii společnosti, schvaluje významné obchody a dohlíží na členy managementu tzv. *officers*, které jmenuje do svých funkcí. Pro monistický systém je přitom typická možná slučitelnost funkce člena managementu (*officer*) s funkcí člena správní rady. V praxi je časté, že generální ředitel (*Chief Executive Officer – CEO*) je zároveň předsedajícím ve správní radě (*chairman*). Nicméně pro správní radu je charakteristické určité vnitřní členění. V britském systému se členové v tomto orgánu rozlišují na členy výkonné (*executive*) a členy nevýkonné (*non-executive*). Výkonní členové jsou pověřeni každodenním vedením společnosti. Neexekutivní členové se neúčastní na každodenním řízení společnosti, nýbrž jsou pověřeni kontrolními funkcemi a rovněž mají na starosti strategii společnosti.<sup>34</sup>

Aby byla zamezeno střetu zájmů uvnitř správní rady a jeho členové nemohli vykonávat dohled sami nad sebou je **požadováno, aby určitá část členů splňovala kritérium nezávislosti**. Zpravidla jimi jsou nevýkonní členové. Podle britského kodexu Combined Code polovina členů správní rady musí být nezávislá<sup>35</sup> a funkce předsedy správní rady musí být oddělena od generálního ředitele (CEO).<sup>36</sup> I podle Kotačnických pravidel NYSE většina členů správní rady musí být nezávislá.<sup>37</sup> Nezávislí členové bývají označováni jako vnější členové (*outside directors*). Vnější postavením ovšem není omezena jejich pravomoc. Všichni členové mají stejnou pravomoc i neexekutivní nezávislí členové mohou činit obchodní rozhodnutí a nejsou tudíž omezeni pouze na kontrolu či schvalování návrhů připravených exekutivními členy. Rovněž fiduciární povinnosti všech členů jsou stejné.

Monistické systémy lze také nalézt v řadě neangloamerických zemích např. ve Švýcarsku, Španělsku, Litvě, Rusku nebo Francii. Přitom v některých těchto zemích se vyskytují oba

<sup>33</sup> Čl. 271 Companies Act 2006.

<sup>34</sup> Hopt, J., Leyens, P.: Board Models in Europe. Recent Development of Internal Corporate Governance Structures in Germany, the United Kingdom, France and Italy. ECGI, Law Working Paper No. 18/2004, s. 11.

<sup>35</sup> Viz článek A.3.2 Combined Code.

<sup>36</sup> Viz článek A.2.1 Combined Code.

<sup>37</sup> § 303A.01 NYSE Pravidla.



druhy organizačního uspořádání společností. Příkladem tohoto může být právě Francie, která umožňuje akciovým společnostem činit volbu mezi monistickým a dualistickým modelem. V praxi však většina společností využívá monistickou strukturu, a to až 97% společností. Nicméně dualistický systém je populární mezi největšími společnostmi, kdy z 40 hlavních společností zařazených na burzovní index CAC 40 si 80% z nich zvolilo strukturu monistickou a 20% dualistickou.<sup>38</sup> Pro francouzský model monistického systému je charakteristické, že nezná pojem nezávislého člena správní rady. Podle některých názorů taková koncepce správní rady není v souladu s jejím kolegiálním charakterem a mohla by vést k jejímu oslabení.<sup>39</sup> Nicméně požadavek nezávislosti pro polovinu členů správní rady je uveden v *corporate governance* kodexu,<sup>40</sup> který se vztahuje na kótované společnosti. Právě francouzská úprava byla vzorem pro úpravu obsaženou v českém zákoně o evropské společnosti.

### 1.3.2. Dualistický systém

Dualistická organizační struktura **rozděluje funkci řídicí a funkci kontrolní mezi dva odlišné orgány – dozorčí radu a představenstvo**. V kontinentální Evropě se setkáváme s různými variacemi dualistického systému.

**Německý model** poskytuje silné postavení dozorčí radě, neboť jejím členům je přiznána pravomoc volit členy představenstva. V tomto systému je akcionářům odňata možnost přímé volby členů představenstva. Dochází tak ke dvojímu zmocnění. Z hlediska sledování zájmů akcionářů je dualistický model plně v souladu s tímto cílem, neboť neumožňuje slučitelnost funkcí členů těchto orgánů. Tím je dán určitý stupeň nezávislosti členů dozorčí rady oproti členům představenstva. Přitom právě nezávislost je základní hodnotou, která se prosazuje v monistickém systému. Nicméně cíl sledování zájmů akcionářů je v německém modelu částečně narušen povinnou účastí zástupců zaměstnanců, kteří jsou voleni zaměstnanci a mají hájit zaměstnanecké zájmy. Zájmy členů dozorčí rady se v takovém případě budou lišit od zájmů akcionářů. Tato odlišnost nabývá na významu, uplatní-li se pravidla participace zaměstnanců (*Mitbestimmung*) a možnost vyslání zástupců akcionářů do dozorčí rady (*Entsendung*). Negativním projevem tohoto modelu je snaha představenstva vyhovět spíše dozorčí radě než akcionářům společnosti.<sup>41</sup> Německý dualistický systém správy akciových společností je charakterizován významnou rolí předních německých bank, které mají své

<sup>38</sup> Michel Stork: *Corporate Governance a la Française – Current Trends*, 1 *European Company and Financial Law Review* 36, 2004, s. 37.

<sup>39</sup> Hurstel, D., Mougel, J.: *La loi Sarbanes-Oxley doit-elle inspirer une réforme du gouvernement d'entreprise en France?* in Černá, S.: *Obchodní právo 3, ASPI 2006*, s. 220.

<sup>40</sup> *Principes de gouvernement d'entreprise* z října 2003.

<sup>41</sup> Rada, I.: *Dozorčí rada obchodních společností*, 2008, LINDE nakladatelství s.r.o., s. 21.

zástupce v dozorčích radách ve většině velkých kótovaných společnostech, přičemž zástupce banky jim často předsedá.<sup>42</sup> Tento systém může na jednu stranu přinášet výhody z hlediska potenciálně cenného monitorovacího systému, na druhou stranu u banky dochází ke střetu zájmů, neboť banka v tomto systému často vystupuje ve dvou rolích - jako rizikově averzního věřitele na straně jedné a riziko nesoucího akcionáře na straně druhé. Tyto různé role banky jako dohlížitele nad kótovanou společností sebou přináší tři základní problémy, z nichž dva Gordon,<sup>43</sup> považuje za zhojitelné a třetí nezhojitelný. Prvním problémem je, že banky jsou nekompetentní v monitorování, neboť nevěnují společnostem dostatečnou pozornost a to zejména proto, že bankéři sedí v příliš mnoha dozorčích radách na to, aby vykonávali efektivní dohledovou činnost anebo i proto, že bankám chybí dostatek schopností monitorovat specifické oblasti, v nichž společnosti podnikají. Druhým zhojitelným problémem je konflikt zájmů (*selfdealing*), neboť banky tíhnou k tomu maximalizovat výtěžek ze společností, s níž jsou ve věřitelském vztahu. Banky budou chtít využít svého vlivu ve společnosti tím, že budou ze společnosti extrahovat finanční toky ve formě vyšších úrokových sazeb a poplatků. Takové chování bude vždy na úkor ostatních akcionářů. Třetí problém, který je však nezhojitelný, je skutečnost, že banky nejsou strukturálně vhodné k monitorování, neboť je jim vlastní konflikt mezi monitorováním svého věřitelského nároku z titulu půjčky a akciového nároku. Věřitelé a akcionáři mají odlišné postoje vůči riziku, neboť smyslem věřitelského nároku z půjčky je zajistit celé jeho splacení a smyslem akcionářského nároku je omezit odpovědnost.<sup>44</sup> Věřitelé mají neutrální postoj k riziku, ale budou se bránit takovému riziku, které může snížit jejich očekávaný výnos. Naopak manažeři mají averzi k riziku, neboť celý jejich lidský kapitál je vázaný k jednomu subjektu, proto se budou bránit riziku, i když zvýší jejich očekávaný výnos. Podobnost postoje manažerů a věřitelů tak vede k jejich spojenectví proti akcionářům, což podkopává schopnost společnosti maximalizovat hodnotu akcií.<sup>45</sup>

**V Nizozemsku** je správa akciové společnosti svěřena také dvěma orgánům – představenstvu a dozorčí radě, nicméně pro velké společnosti<sup>46</sup> platí zvláštní úprava, která je označována jako „**strukturní režim**“. Strukturálním režimem dochází k přenesení řady práv z valné hromady na dozorčí radu, která zastupuje jak zájmy akcionářů tak i zájmy

<sup>42</sup> Gordon, J., Bressler, A.: Deutsche Telekom, German Corporate Governance and the Transitions Costs of Capitalism, Working Paper No. 140, The Center for Law and Economic Studies Columbia University School of Law, 1998.

<sup>43</sup> Gordon, J., Bressler, A.: Deutsche Telekom, German Corporate Governance and the Transitions Costs of Capitalism, Working Paper No. 140, The Center for Law and Economic Studies Columbia University School of Law, 1998, s. 11.

<sup>44</sup> Coffee Jr., C.J.: Unstable Coalitions: Corporate Governance as a Multi-Player Game, 78Geo L.J. 1499 (1990).

<sup>45</sup> Jensen, M., Meckling, W.: Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, 3 Journal of Financial Economics 1976, s. 305-360; Coffee Jr., C.J.: Unstable Coalitions: Corporate Governance as a Multi-Player Game, 78Geo L.J. 1499 (1990).

<sup>46</sup> Strukturálnímu režimu podléhají společnosti, jejichž základní kapitál činí 13 milionů EUR, mají minimálně 100 zaměstnanců a je u nich zřízena podniková rada.

zaměstnanců.<sup>47</sup> Dozorčí rada se tak stává centrálním orgánem společnosti, která je oprávněna kooptovat své členy, jmenovat a odvolávat členy představenstva, schvalovat účetní závěrku a dávat souhlas k důležitým rozhodnutím představenstva.

**Na německém modelu dualistického systému řízení je založena i tuzemská právní úprava.** Ta je však jeho určitou modifikací, neboť na rozdíl od systému německého je role dozorčí rady oslabena v tom, že jí ze zákona není dána pravomoc volit členy představenstva. Tato pravomoc je dispozitivně svěřena valné hromadě, která jí však může dozorčí radě svěřit tím, že ve stanovách tuto možnost upraví. Tuto možnost v České republice využívají kótované společnosti (viz Telefonica O2, ČEZ, KB). Malé kótované společnosti a soukromé akciové společnosti ji však nevyužívají. Přestože je hranice pro uplatňování kodeterminace paradoxně mnohem nižší, v českém modelu řízení nehraje účast zaměstnanců v dozorčí radě prakticky žádnou roli, neboť jejím hlavním cílem je právě uplatnění vlivu na složení představenstva.<sup>48</sup>

**Připravovaná rekodifikace obchodního zákoníku (zákon o obchodních korporacích) po vzoru francouzské a také italské právní úpravy navrhuje zavést do českého práva oba modely správy a řízení společnosti<sup>49</sup>.** Společnosti budou mít možnost výběru mezi monistickým (správní rada a generální ředitel) a dualistickým (představenstvo a dozorčí rada) systémem vnitřního uspořádání. Zakladatelé akciové společnosti budou mít možnost v okamžiku založení společnosti ve stanovách určit systém vnitřního uspořádání. Systém vnitřního uspořádání však bude možné rovněž měnit i po založení společnosti. Podle důvodové zprávy české pojetí nesleduje pouze francouzskou úpravu, ale využívá také jednodušší úpravy švýcarské, která je sice svou povahou spíše systémem smíšeným, ale tradičně je řazena mezi systémy monistické.<sup>50</sup>

### **1.3.3. Konvergence monistického a dualistického systému**

Literatura rozlišuje mezi funkční a formální konvergencí.<sup>51</sup> O funkční konvergenci se jedná, pokud dva různé systémy sledují stejný účel. Z tohoto pohledu jsou systémy monistický a dualistický funkčně konvergentní, neboť oba dva jsou (s rozdílnými úspěchy) strukturovány tak, aby plnily jak řídicí tak kontrolní funkci. O formální konvergenci pak jde, pokud oba systémy využívají stejné struktury, aby bylo dosaženo stejného cíle.

<sup>47</sup> Kieser, C.: Corporate Governance in den Niederlanden, dissertation.de – Verlag im Internet, 2003, s. 35.

<sup>48</sup> Rada, I.: Dozorčí rada obchodních společností, 2008, LINDE nakladatelství s.r.o., s. 21.

<sup>49</sup> § 409 návrhu zákona o obchodních korporacích, dostupný na <http://obcanskyzakonik.justice.cz>.

<sup>50</sup> Důvodová zpráva k § 409 návrhu zákona o obchodních korporacích, dostupný na <http://obcanskyzakonik.justice.cz>.

<sup>51</sup> Coffee, J.: The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications, Northwestern University L.R. 1999, S.641, 657 (1999).

Trend, který můžeme sledovat, je **přibližování monistického a dualistického systému struktury řízení akciové společnosti ve smyslu tzv. formální konvergence**. Zavedení požadavku nezávislosti členů správních rad do monistického systému vede právě k oddělení řídicí funkce od kontrolní funkce. Jednostupňová správní rada se tak posunuje směrem k dvoustupňovému dualistickému systému.

### 1.3.3.1. Závislost na cestě – *path dependence*

Konvergence obou systémů je do určité míry závislá na historickém vývoji každého ze systémů. Podle teorie závislosti na cestě (*path dependence*)<sup>52</sup> **se systémy vyvíjejí na základě jejich historických a kulturních kořenů a zvláště podle akcionářské struktury a kapitálového trhu**. Teorie závislosti na cestě vysvětluje známá rizika ztráty veřejného blaha, když dojde k přijetí institucionálního rámce z venku.<sup>53</sup> Příklady kořenů pro na trhu založenou *path dependence* jsou rozdílné bankovní systémy a rozdílné akcionářské struktury. Aktivismus akcionářů, kteří realizují kontrolu prostřednictvím derivativních žalob, je jeden z důkazů americké kontroly trhu. Nicméně v Evropě (ani ve Velké Británii) se tento mechanismus kontroly nerozvinul. Probíhající diskuse v Evropě ohledně detailů derivativních žalob je ukázkou jiné právní tradice, která je založena na obavě ze zneužití akcionářských práv. Konvergenčním trendem je požadavek nezávislosti některých členů správní rady, přičemž pravidla pro nezávislost jsou stále přísnější. Nezávislost je vnímána jako základní úhelný kámen účinné kontroly.

### 1.3.3.2. Vliv samoregulačních kodexů

V celé Evropě lze sledovat tzv. kodexovou vlnu, která výrazně ovlivňuje právo kótovaných akciových společností. Jak dokládá komparativní studie kodexů corporate governance vypracovaná pro Evropskou komisi,<sup>54</sup> **v každém členském státě Evropské unie lze nalézt alespoň jeden kodex corporate governance**. Tyto kodexy jsou zvláštním souborem samoregulačních pravidel, která dopadají na kótované akciové společnosti. K dodržování těchto pravidel, ač mají povahu nezávazných pravidel (*soft law*), kótované společnosti vede princip *complain or explain*, podle něhož musí kapitálový trh informovat o případném nesplnění některých pravidel předepsaných v kodexu. Lze očekávat, že řada

<sup>52</sup> *Bebchuck, A.L. & Roe, J.M.: A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance (1999), Stan. L.R. 52, 127.*

<sup>53</sup> *Coffee, John C.: The Future as a History: The Prospects for Global Corporate Governance and its Implications, Northw. Univ. L. Rev. 93 (1999), 641-707.*

<sup>54</sup> *Weil, Gotshal & Manges, Comparative Study of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and its Member States (Final Report), January 2002.*

pravidel používaných u kótovaných společností se stane standardem chování i pro nekótované společnosti. To zejména v oblasti povinností direktorů a konfliktů zájmů.

#### 1.3.4. Role valné hromady v obou systémech

Oba modely organizačního uspořádání společnosti mají společné postavení valné hromady akcionářů jako nejvyššího orgánu společnosti. Valná hromada rozhoduje vždy o otázkách zásadního významu. Nicméně i úloha valné hromady je jednotlivých právních systémech různá. Nejzásadnější odlišnosti v úloze valné hromady však nelze spatřovat v rozdílném organizačním uspořádání společnosti, ale v tom, zda korporační právo má svůj původ v právu common law nebo civil law.

**Korporační právo v kontinentální Evropě dává akcionářům na valné hromadě podstatně větší podíl na řízení společností formou širší působnosti, než je tomu v zemích common law.** Použijeme-li USA jako reprezentanta systému common law a právo státu Delaware, shledáme, že působnost valné hromady je omezena pouze na jmenování a odvolání členů správní rady, změny stanov (včetně snížení zákl. kapitálu) a dále schvalování strukturálních změn jako je fúze,<sup>55</sup> prodej podstatných částí majetku společnosti<sup>56</sup> a dobrovolné zrušení. Ostatní záležitosti - zejména rozhodování o vydávání nových akcií, odkup akcií, vyplácení dividend, které jinak spadají v kontinentální Evropě do působnosti akcionářů, jsou vykonávány správní radou. Proto správní rada v kontextu amerického práva bývá považována nikoli pouze za zmocněnce (agent) akcionářů, který by musel sledovat jejich vůli, nýbrž je jí přisuzována povaha orgánu *sui generis*,<sup>57</sup> který se může chovat značně nezávisle na akcionářích, neboť jejich souhlas potřebuje pouze pro rozhodnutí o otázkách dotýkající se existence společnosti. Rozdíl mezi Evropou a USA se na druhou stranu stírá tím, že stanovy evropských společností obvykle zmocňují správní radu či představenstvo činit tyto úkony tj. vydávat nové akcie, provádět výkupy.

**Nejzásadnější rozdíl v roli valné hromady v akciové společnosti mezi common law zeměmi a kontinentální Evropou lze spatřovat v pravomoci měnit zakladatelské listiny, resp. stanovy společnosti,** kterými se řídí vnitřní uspořádání společnosti. Ve Spojených státech je nutno rozlišovat mezi dvěma druhy dokumentů zakladatelskou listinou (*certificate of incorporation*) a stanovami (*bylaws*). Souhlas akcionářů je vyžadován pouze pro změny

<sup>55</sup> § 251 (c) DGCL.

<sup>56</sup> § 271 (a) DGCL.

<sup>57</sup> *Bainbridge, S.: Director v. Shareholder Primacy in the Convergence Debate, 16 Transnat'l Law 45, 48 (2002).*

zakladatelské listiny, přičemž tyto změny mohou být navrhovány správní radou,<sup>58</sup> což dává správní radě možnost účinně bránit přijetí změn, s nimiž nebudou souhlasit. Pokud jde o stanovy, zde jsou akcionáři ještě více oslabeni, neboť pro jejich změnu souhlas akcionářů není nutný, pokud je tak stanoveno v zakladatelské listině.<sup>59</sup> Jedinou pojistku, kterou akcionáři mají, je pravidlo, že obsah stanov nesmí být v rozporu s ustanoveními zakladatelské listiny.<sup>60</sup> Naproti tomu v Evropě pravomoc akcionářů měnit stanovy není nijak oslabena. V Evropě jsou zpravidla veškerá ujednání o vnitřním uspořádání společnosti soustředěna pouze v jednom dokumentu – ve stanovách (*Articles of Association, Satzung*), přičemž jakékoli jejich změny mohou být činěny pouze hlasováním akcionářů na valné hromadě. Akcionáři tedy mají možnost prosadit změnu stanov bez ohledu na případný nesouhlas správní rady.

Další rozdíl lze spatřovat v tom, **kdo je oprávněn rozhodnout o schválení účetní závěrky a rozdělení zisku a stanovení výše dividendy.** V kontinentální Evropě to patří tradičně do působnosti valné hromady. Naopak v zemích s common law tradicí (ve Velké Británii, USA<sup>61</sup>) náleží tato záležitost do výlučné působnosti správní rady. Členové správní rady nesou odpovědnost za vyhotovenou účetní závěrku a mají pouze povinnost předložit ji akcionářům na valné hromadě. Tím je odstraněn teoretický rozpor štěpení odpovědnosti za obsah účetní závěrky mezi akcionáře, kteří účetní závěrku schválili, a členy správní rady. Pokud akcionáři účetní závěrku neschvalují, nejsou omezeni ve svém právu požadovat náhradu škody z důvodu nepravdivých či zavádějících informací.<sup>62</sup>

**Akcionáři v Evropě mají dále širší pravomoc, pokud jde o strukturální změny společnosti.** Bez souhlasu akcionářů se neobejde žádná přeměna (tj. fúze, rozdělení) společnosti, byť by šlo o marginální odštěpení části společnosti. Rovněž pro zvyšování či snižování základního kapitálu<sup>63</sup> a vzdání se předkupního práva<sup>64</sup> je vždy vyžadován souhlas akcionářů. Naproti tomu v USA akcionáři rozhodují pouze o podstatných strukturálních změnách, kterými mohou být fúze a konsolidace<sup>65</sup> nebo prodej, pronájem či směna veškerých či téměř všech aktiv (*substantially all*) společnosti.<sup>66</sup> Rovněž pro společnosti kótované na

<sup>58</sup> § 242 (b) (1) DGCL.

<sup>59</sup> § 109 (a) DGCL. Tím není popřeno právo akcionářů změnit stanovy.

<sup>60</sup> § 109 (b) DGCL.

<sup>61</sup> § 170 DGCL.

<sup>62</sup> *Wymeersch, E.*: Current Company Law Reform Initiatives in the OECD Countries. Challenges and Opportunities. Working Paper 2001-04, Financial Law Institute, Université Gent, 2001, s. 6

<sup>63</sup> Např. v Německu §§ 182, 192, 202, 207, 222, 229, 237 AktG.

<sup>64</sup> Např. v Německu § 186 AktG.

<sup>65</sup> § 251 (c) DGCL.

<sup>66</sup> § 271 (a) DGCL. Americká judikatura přitom považuje za téměř všechna aktiva společnosti aktiva, jejichž hodnota přesahuje 60% hodnoty majetku společnosti – viz např. *Hollinger Inc. and 504468 Inv. v. Hollinger International, Inc.* na <http://courts.delaware.gov/opinions> k 31.7.2006. K převodu aktiv společnosti více v *Alexander, J.*: Prodej podniku, souhlas akcionářů a výklad § 67a ObchZ na [www.ipravnik.cz](http://www.ipravnik.cz).

londýnské burze platí obdobné pravidlo vztahující se na transakce, které mohou mít důležitý dopad na podnikání společnosti.

#### **1.4. Vliv systému správy a řízení na ochranu akcionářů a hodnotu akcií**

Systém správy a řízení společnosti ovlivňuje veškeré dění ve společnosti. To znamená, že ovlivňuje i hospodářské výsledky společnosti, od nichž se odvíjí hodnota akcií. Jsou to přitom právní pravidla, která určují strukturu každého systému správy a řízení. Lze-li spatřovat přímou souvislost mezi systémem správy a řízení a hodnotou akcií, pak by mělo být možné najít i přímou souvislost mezi určitým právním systémem a hodnotou akcií společnosti, které jsou podřízeny příslušnému právnímu systému.

##### **1.4.1. Teorie původu práva**

Řada empirických studií se zabývala zkoumáním vlivu systému správy a řízení na hodnotu akcií. Asi nejznámější a nejcitovanější studie od skupiny amerických ekonomů La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer a Vishny<sup>67</sup> (LLSV) přišla s tzv. teorií původu práva (*legal origin hypothesis*), která původu práva přisuzuje vliv na ochranu akcionářů. V této studii je argumentováno, že **země, jejichž právní systémy mají kořeny v systému *common law*, poskytují akcionářům vyšší stupeň ochrany než země patřící do systému *civil law*.** Důsledkem toho pak je, že společnosti v systému *common law* mají snadnější přístup k externímu financování a tudíž mohou růst podstatně rychleji, což prospívá ekonomice jako celku. Studie LLSV rovněž přichází s hypotézou, že **pokud ochrana investorů je v určité zemi slabá, investorům nezbyvá nic jiného než koncentrovat do svých rukou kontrolní balík akcií a tímto způsobem monitorovat manažery.**

Teorie původu práva je založena na empirickém výzkumu právních mechanismů sloužících na ochranu akcionářů ve 49 zemích podle jejich příslušnosti k právnímu systému. Mezi právní mechanismy, které chrání akcionáře (ve studii označované jako tzv. *anti-director rights*), řadí:

- (1) pravidlo jedna akcie jeden hlas (*one share one vote*),
- (2) právo akcionáře nechat se zastoupit na valné hromadě,
- (3) zákaz blokovat převoditelnost akcií před valnou hromadou (omezení může spočívat v povinnosti k úschově akcií),

<sup>67</sup> La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.: Law and Finance, 106 Journal of Political Economy, 1113, 1998.

- (4) právo akcionářů volit členy správní rady kumulativním hlasováním, příp. jiný systém proporčního zastoupení minoritních akcionářů ve správní radě,
- (5) práva na ochranu minoritních akcionářů v případě strukturálních změn ve společnosti (formou soudního přezkumu rozhodnutí společnosti nebo práva vystoupit ze společnosti a požádat o odkup akcií),
- (6) předkupní právo akcionáře při vydání nových akcií společnosti,
- (7) právo akcionáře svolat mimořádnou valnou hromadu.

Na základě těchto kritérií byl sestaven žebříček intenzity ochrany akcionářů (tzv. *anti-director index*) v jednotlivých zemích, přičemž na první místo se obsadily USA následované dalšími zeměmi z právního systému *common law*.

Význam teorie původu práva spočívá v tom, že nachází souvislost mezi výkonností národní ekonomiky a kvalitou právního řádu. Na základě této teorie byly dokazovány další korelace mezi mírou ochrany investorů a velikostí kapitálových trhů<sup>68</sup>, výší dividend<sup>69</sup>, přístupem k externímu financování<sup>70</sup>, ocenění společností<sup>71</sup>, velikosti společnosti<sup>72</sup> atd.

#### 1.4.2. Kritika teorie původu práva

Studie LLSV bývá mezi odborníky kritizována pro svoji přílišnou jednoduchost, neboť každému právnímu mechanismu je v indexu přisouzena stejná váha.<sup>73</sup> Oponenti teorie původu práva,<sup>74</sup> přestože připouštějí možný vliv původu práva na strukturu právních pravidel, nenalézají spojitost mezi ochranou akcionářů a vývojem akciových trhů.<sup>75</sup> Mezi důvody, proč změna práva upravujícího ochranu akcionářů přímo nevede k finančnímu rozvoji a tudíž zvýšené úrovni akciových trhů, řadí: (i) kontraproduktivnost právní regulace, kdy její přemíra může vést k odchodu z regulovaného trhu, (ii) rovněž zákony odvozené z mezinárodních corporate governance standardů nebo reprezentující mezinárodní nejlepší praxi nemusí fungovat, když jsou transplantovány do kontextu jiného národního právního řádu.<sup>76</sup>

<sup>68</sup> La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.: Legal Determinants of External Finance, 52 Journal of Finance, 1131, 1997.

<sup>69</sup> La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.: Agency Problems and Dividend Policies Around the World, 55 Journal of Finance, 1, 2000.

<sup>70</sup> La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.: Investor Protection and Corporate Governance, 58 Journal of Financial Economics, 13, 2000.

<sup>71</sup> La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.: Investor Protection and Corporate Valuation, 57 Journal of Finance, 1147, 2002.

<sup>72</sup> Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., Maksimovic, V.: Financial and Legal Institutions and Firm Size, World Bank Policy Research, Working Paper No. 2997, 2003.

<sup>73</sup> Baums, T. & Scott E. K.: Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in the United States and Germany, (2003) ECGI Law Working Paper No. 17/2003.

<sup>74</sup> Převážná většina oponentů pochází z systému civil law, nicméně lze nalézt zástupce common law John C. Coffee in Coffee, J.C. Jr.: The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law in the Separation of Ownership and Control. Columbia Law School, The Center of Law and Economic Studies, Working Paper No. 182, 2001, s. 79

<sup>75</sup> Armour, J., Deakin, S., Sarkar, P., Siems, M., Singh, A.: Shareholder Protection and Stock Market Development: An Empirical Test of the Legal Origins Hypothesis, ECGI Working Paper No. 108/2008.

<sup>76</sup> Armour, J., Deakin, S., Sarkar, P., Siems, M., Singh, A.: Shareholder Protection and Stock Market Development: An Empirical Test of the Legal Origins Hypothesis, ECGI Working Paper No. 108/2008, s. 40.



Za validní argument lze považovat kritiku spočívající ve srovnávání nesrovnatelného, kdy jsou srovnávány systémy s různým organizačním uspořádáním (monistický systém převážně v common law systému oproti dualistickému uspořádání převažující v zemích civil law). Podíváme-li se podle Sofie Cools<sup>77</sup> na práva akcionářů zařazená v indexu ochrany akcionářů (*anti-director index*) optikou rozdílné dělby moci uvnitř společnosti v jednotlivých právních rádech, můžeme dospět k závěru, že ty samé právní nástroje mohou mít zcela odlišný význam z hlediska ochrany akcionářů. To můžeme ilustrovat na následujících právních nástrojích, které by měly sloužit k ochraně akcionářů:

- (i) právo akcionáře nechat se zastoupit na valné hromadě – toto právo může být důležitým nástrojem pro zajištění nutného kvora společnosti na valné hromadě v rozptýleném vlastnickém systému a může akcionáři usnadnit výkon jeho hlasovacího práva, pokud se nemůže účastnit valné hromady. Nicméně toto právo ztrácí svůj význam, pokud právní řád nepřiznává akcionářům pravomoc rozhodovat o určitých otázkách uvnitř společnosti. Pozici akcionáře ještě více oslabuje, pokud akcionářům chybí návrhová pravomoc;
- (ii) kumulativní hlasování - nedostatek návrhové pravomoci akcionáře ovlivňuje kumulativní hlasování, které dává smysl pouze v případě, kdy akcionáři mají skutečnou možnost výběru mezi navrhovanými kandidáty. Pokud jedinými kandidáty, jsou ti, které navrhne správní rada, pak akcionáři budou moci kumulovat své hlasy pouze pro ně;
- (iii) předkupní právo akcionáře – v systému, kde dělba moci vkládá do rukou správní rady většinu rozhodovacích pravomocí bez nutnosti souhlasu akcionářů, není mezi akcionáři vysoká poptávka po zachování podílu na společnosti. Naproti tomu ve většinovém systému, kde akcionáři mohou na valné hromadě rozhodovat o řadě otázek ve společnosti, je zachování podílu na společnosti při zvyšování základního kapitálu velmi důležitým ochranným prvkem, který brání rozmělnění moci mezi ostatní akcionáře;
- (iv) právo akcionáře svolat valnou hromadu - rozdílnou dělbu moci uvnitř společnosti patrně nejvíce ovlivňuje toto právo. V USA podle delawarského práva správní rada může činit většinu rozhodnutí bez souhlasu akcionářů, kdežto v kontinentální Evropě je pro některá rozhodnutí souhlas akcionářů nezbytný, proto i sama správní rada bude nucena svolat valnou hromadu. Podíváme-li se na toto právo

<sup>77</sup> Cools, S.: The Real Difference in Corporate Law between the United States and Continental Europe: Distribution of Powers, 09/2004, Discussion Paper No. 490, Harvard John M. Olin Center for Law.

akcionářů z pohledu správní rady, dospějeme k závěru, že svolání valné hromady může mít drastický dopad na fungování společnosti. Když akcionáři svolávají valnou hromadu, správní rada má povinnost zařadit jejich návrhy na program valné hromady. Jelikož tyto návrhy se v Evropě mohou týkat podstatně širšího rozsahu otázek než v USA, je zřejmé, že akcionáři mohou rozhodovat o více záležitostech.

### 1.4.3. Teorie dělby moci

Podle Sofie Cools lze v dělbě moci spatřovat základ pro porozumění základním ekonomickým rozdílům mezi Evropou a USA – zejména ve vlastnické struktuře, růstu společnosti, velikosti společnosti a hodnotě kontroly.<sup>78</sup> Teorie dělby moci vychází z teze, že **pro budoucí akcionářskou strukturu akciové společnosti je určující systém rozdělení pravomocí uvnitř akciové společnosti.**

To můžeme ilustrovat na nově založené nebo rozvíjející se společnosti. Tu obvykle začíná provozovat jedna nebo více osob, které takto rozvíjejí svůj podnikatelský záměr. Pokud je podnikatelský záměr úspěšný, potřebuje tato uzavřená společnost více kapitálu. Původní společníci mohou získat dodatečný kapitál, pokud jdou se společností na burzu a upíší nové akcie (IPO). Do společnosti vstupuje kapitál od investorů na burze a z uzavřené (*private*) společnosti se stává společnost otevřená (*public*). Vstupem na kapitálový trh se podíl původních společníků (inkumbentů) začíná redukovat a tím může dojít k oslabení jejich vlivu na řízení společnosti. Zde nastává rozdíl mezi právními systémy, které alokují rozhodovací pravomoc mezi orgány společnosti. Nejpatrnější rozdíl můžeme vidět mezi americkou a kontinentální úpravou. V USA totiž rozhodovací pravomoc zůstává v rukou správní rady, v níž sedí původní společníci (inkumbenti). Těm proto nic nebrání v tom, aby prodali většinu svého podílu ve společnosti na burze, aniž by ztratili kontrolu nad společností. Systém dělby moci jim dává možnost bezpečně ovládat společnost z pozice správní rady, proto nemají potřebu udržet si ve společnosti většinový podíl. V právním prostředí kontinentální Evropy se však původní společníci musí chovat jinak. Rozhodnou-li se získat dodatečný kapitál na burze a nechtějí-li ztratit možnost společnost řídit, musí si ve svých rukou ponechat dostatečně velký podíl na společnosti. Pokud by totiž prodali většinu podílu na veřejném trhu, budou mít akcionáři s ohledem na své silné návrhové a rozhodovací pravomoci možnost původní společníky z orgánů společnosti velmi rychle a kdykoli odvolat. Není tedy překvapující, že

<sup>78</sup> Cools, S.: The Real Difference in Corporate Law between the United States and Continental Europe: Distribution of Powers, 09/2004, Discussion Paper No. 490, Harvard John M. Olin Center for Law, s. 58.

původní majitelé si z obavy nejisté budoucnosti ve společnosti raději ponechají většinu akcií, které jim zajistí ovládání společnosti, příp. nastaví zvláštní vlastnickou strukturu (např. pyramidovou), která jim umožní ovládání společnosti. Vlastnická struktura bude vždy odpovídat požadavkům právního řádu na vymezení hlasovací většiny nezbytné k přijímání důležitých rozhodnutí uvnitř společnosti, čím vyšší hlasovací většinu právní řád požaduje, tím vyšší podíl si původní společníci budou nuceni ponechat.

Z teorie dělby moci vyplývá, že **v kontinentální Evropě původní společníci mají motivaci k prodeji tak velkého podílu, aby se vlastnická struktura společnosti stala rozptýlenou.** Naproti tomu v USA s ohledem na jiný způsob dělby moci původním společníkům nic nebrání prodat investorům na kapitálovém trhu více akcií, což je základní předpoklad pro rozptýlenou akcionářskou strukturu. Nicméně právo nových akcionářů zasahovat do řízení společnosti bude s ohledem na podstatně silnější rozhodovací pravomoc správní rady velmi omezené. Jedinou teoretickou možností, kterou akcionáři mají, je prosadit své zástupce do správní rady, příp. změnit stanovy, což je v americkém systému s ohledem na princip zakořeněnosti členů ve správní radě (*managerial entrenchment*) velmi obtížný úkol.

Lze tedy dospět k závěru, **že vlastnictví je určováno potřebou inkumbentů zachovat kontrolu v daném právním rámci dělby moci spíše než, jak tvrdí LLSV, vůlí akcionářů kupovat akcie v rozptýlené vlastnické struktuře.**<sup>79</sup> Potřeba původních vlastníků (inkumbentů) zachovat kontrolu může poskytnout vysvětlení, proč v kontinentální Evropě jsou méně rozvinuté kapitálové trhy.<sup>80</sup> Snaha o zachování kontrolního balíku totiž v prvé řadě brání společnostem vstupu na burzu a samozřejmě držení tohoto balíku v rukách akcionáře znamená nižší likviditu akcií společnosti. Na druhou stranu pokud korporáčnické právo umožní vydání akcií bez hlasovacích práv nebo s více hlasovacími právy, pak inkumbenti mohou uvolnit na kapitálový trh podstatně větší množství akcií, neboť mají právní záruky k zachování ovládajícího podílu na společnosti.<sup>81</sup>

<sup>79</sup> Cools, S.: The Real Difference in Corporate Law between the United States and Continental Europe: Distribution of Powers, 09/2004, Discussion Paper No. 490, Harvard John M. Olin Center for Law, s. 66.

<sup>80</sup> Tamtéž.

<sup>81</sup> Viz např. Nizozemí, kde se díky akciím bez hlasovacích práv, lze setkat nižšími podíly většinového vlastníka a ve Francii, kde ovládání ve společnosti ošetřít akciemi s dvojitým hlasovacími právy.

## 1.5. Cíl optimálního systému správy a řízení - ochrana akcionářů

### 1.5.1. Selhání obou systémů

V systémech s vnější kontrolou (*outsider system*), kde spočívá kontrola členů správní rady na tržních silách, jsou funkcionáři společnosti nejčastěji v pokušení zvyšovat cenu akcií nepravdivými finančními výkazy. Příkladem této snahy byl finanční skandál společnosti Enron, který byl založen na nepravdivém zobrazení stavu majetku a finanční výkonnosti společnosti v účetnictví.

Ani v systémech s vnitřní kontrolou, kde většinový vlastník důsledně kontroluje členy vedení společnosti, není o skandály nouze. Většinový vlastník totiž zpravidla o problémech společnosti ví anebo dokonce bývá sám jejich příčinou. Příkladem takové angažovanosti může být skandál v italské kótované společnosti Parmalat, která byla ovládána silným akcionářem – rodinou Tanzi, která disponovala s blokační většinou prostřednictvím pyramidové struktury. Skupina Parmalat byla klasickým evropským příkladem skupiny společností ovládané (ať již přímo nebo nepřímo) většinou hlasovacích práv společností, které patřily do skupiny, přičemž konečným vlastníkem byl jediný podnikatel, resp. rodina podnikatele.

Oba skandály mají několik společných prvků. V obou případech zainteresovaní exekutivci manipulovali s korporátním jměním ve svůj vlastní prospěch nebo prospěch spřízněných osob. Selhání auditora sehrálo v obou případech významnou roli. V obou případech je rovněž otázkou účinnost akciových trhů na kurz akcií – v případě Enronu bylo několik varujících signálů patrné z účetních výkazů, které trh nezohlednil. U Parmalatu trh nevzal v potaz vlastnickou strukturu, která jasně vnější investory vystavovala riziku oportunistického chování zasvěcených osob.

Účinnost jednotlivých právních systémů v zemích common law a zemích civil law se liší. Ferrarini a Giudici argumentují<sup>82</sup>, že pravidla pro odpovědnost auditora v Itálii, byly v období Parmalatu podstatně přísnější než jsou v USA po přijetí SOX. Nicméně i přesto tato hmotněprávní pravidla nezabránila selhání auditora. Důvodem je slabá vynutitelnost těchto pravidel. V Evropě jsou pravidla správy a řízení daleko více závislá na veřejnoprávní vynutitelnosti. Naproti tomu v USA hraje soukromoprávní vynutitelnost podstatně větší roli. Americký systém spočívající na hromadných žalobách (*class action*) není závislý na veřejnoprávní vynutitelnosti. Soukromoprávní strany jsou podstatně více stimulovány k uplatňování práva než veřejnoprávní orgány. Každý systém má své mechanismy, kterými se

<sup>82</sup> Ferrarini, G., Giudici, P.: Financial Scandals and the Role of Private Enforcement: The Parmalat Case.

brání jeho zneužití. To vede k závěru, že **optimální systém správy a řízení ještě nebyl nalezen**. Podvody se dějí ve všech systémech bez ohledu na geografickou oblast, průmyslové odvětví či velikost společnosti.

### **1.5.2. Posilování akcionářských práv**

Regulace zpravidla reaguje na krize a skandály. Tyto skandály vyvolaly vlnu přísnější regulace kótovaných společností jak v USA tak i v Evropě. Aby byla obnovena důvěra investorů v americké společnosti, americký zákonodárce se pokusil prostřednictvím zákona *Sarbanes Oxley Act* (2002) tuto důvěru posílit pěti základními opatřeními: (i) přísnější regulace konfliktů zájmů členů správní rady, (ii) posílení kontrolní funkce správní rady povinným zřízením výboru pro audit, (iii) přísná regulace nezávislosti auditora včetně kontroly ze strany veřejného orgánu, (iv) rozšíření informačních povinností společnosti, (v) přísnější trestní odpovědnost členů vedení společnosti za správnost finančních údajů. Tato americká regulace dopadla i na řadu evropských společností, jejichž akcie byly kótovány na burze v New Yorku. Došlo tak k zajímavé ingerenci amerického systému správy a řízení do evropských právních úprav. Před přijetím SOX totiž k těmto konfliktům nedocházelo, neboť opatření v oblasti správy a řízení byly obsaženy pouze v kótačních podmínkách (např. Kótační pravidla NYSE), které pro zahraniční společnosti obsahovaly řadu osvobození. Těmto osvobozením se evropské společnosti již nemohou vyhnout.

Změny a zpřísnění regulace kótovaných společností v USA na základě SOX vedly k iniciaci změn v Evropě jak na komunitární úrovni – viz Akční plán Komise z roku 2003, tak zkvalitnění obchodněprávní regulace v jednotlivých členských státech (např. Německo – novely akciového zákona TransPuG 2002, UMAG 2005). Byl to právě Akční plán Komise, který jako cíl modernizace práva obchodních společností a zkvalitnění systému správy a řízení vidí posílení práv akcionářů.

### **1.5.3. Vývoj ochrany akcionářských práv**

Další z empirických prací uskutečněná britskými vědci Armour, Deakin, Sarkar, Siena a Singh<sup>83</sup>, která reviduje studii LLSV, analyzovala vývoj ochrany akcionářů ve dvaceti vyspělých zemích v období od 1995 do 2005. Tato studie rozšířila index ochrany akcionářů (*Shareholder Protection Index*) na 10 proměnných a neomezila se pouze na zkoumání zákonných pramenů práva, ale mezi zkoumané prameny práva zahrнула samoregulační

<sup>83</sup> Armour, J., Deakin, S., Sarkar, P., Siems, M., Singh, A.: Shareholder Protection and Stock Market Development: An Empirical Test of the Legal Origins Hypothesis, ECGI Working Paper No. 108/2008.

kodexy corporate governance. Mezi právní mechanismy, které mají sloužit k ochraně akcionářů, řadí:

- (1) působnost valné hromady v otázkách podstatných změn ve společnosti,
- (2) právo akcionáře zařadit věc k projednávání do programu valné hromady,
- (3) způsoby jakým právem umožní akcionářům hlasovat (distanční hlasování nebo zastoupení na základě plné moci),
- (4) zákaz akcií s více hlasovacími právy - pravidlo *one share one vote*,
- (5) požadavek alespoň 1/2 nezávislých členů správní rady,
- (6) možnost odvolání členů správní rady,
- (7) právo akcionářů podávat derivativní žaloby a domáhat se odpovědnosti členů správní rady při porušení jejich povinností,
- (8) právo akcionáře napadat platnost rozhodnutí valné hromady,
- (9) povinná nabídka převzetí,
- (10) oznamovací povinnosti akcionáře s nabytím podílu na společnosti.

Ze srovnání hodnot v indexu ochrany akcionářů vyplynulo, že **akcionářům v zemích patřících do systému common law je sice poskytována silnější ochrana, než v zemích v systému civil law, nicméně tento rozdíl se za posledních deset let téměř vyrovnal.** Empirický výzkum přitom dokládá, že vyrovnání rozdílu je zejména tím, že státy přijaly regulace nabídek převzetí a že začaly uplatňovat požadavek nezávislosti členů správní rady. Ze zvýšení hodnot na indexu ochrany akcionářů všech zkoumaných zemí můžeme přitom dovozovat **obecný trend posilování ochrany akcionářů a konvergence mezi systémy správy řízení v této oblasti.**

Do tohoto indexu byla zařazen i právní systém České republiky, který se ocitl na žebříčku až v poslední pětici zemí, mezi těmi nejméně vyspělými zeměmi (Lotyšsko, Chile, Mexiko, Pakistan). To je samozřejmě velmi tristní pohled. Index zároveň potvrdil pozitivní vývojový trend, neboť **podle tohoto indexu za posledních deset let došlo k výraznému posílení ochrany akcionářů v České republice** (v roce 2005 došlo k 100% zvýšení hodnoty na indexu).

## 2. Základy teorie správy akciové společnosti

### 2.1. Problémy zmocnění

Jednou ze základních vlastností akciové společnosti je specializace managementu společnosti a s tím související oddělení vlastnictví (akcionářů) od řízení podnikání společnosti. Oddělení vlastnické struktury od řídicích mechanismů vyvolává rozdílnost zájmů mezi akcionáři a osobami podílejícím se na vedení společnosti (management), neboť ti se budou snažit maximalizovat svůj osobní prospěch na úkor akcionářů. **Mezi akcionáři a členy vedení společnosti vzniká vztah zmocnění**, který definují Jensen a Meckling jako smlouvu, na základě níž jedna nebo více osob (zmocnitel) zapojí jinou osobu (zmocněnce) do vykonání určité záležitosti jejím jménem, což představuje delegování určité rozhodovací pravomoci na zmocněnce.<sup>84</sup> Tyto **problémy zmocnění (agency problems) vznikají v každém vztahu mezi zmocnitelem (principal) a zmocněncem (agent), pokud tento vztah zahrnuje delegaci určité rozhodovací pravomoci ze zmocnítele na zmocněnce.**<sup>85</sup> V akciové společnosti se na akcionáře se nahlíží jako na zmocnítele a na členy správní rady či představenstva se nahlíží jako na zmocněnce. Problém zmocnění ve vztahu k akciové společnosti identifikoval již Adam Smith v roce 1776<sup>86</sup> a rozvinuli jej Berle a Means.<sup>87</sup>

Teorie zmocnění vychází z předpokladu, že oddělení vlastníků od manažerů vede potenciaálně k tomu, že manažeři přijímají taková rozhodnutí, která nezhodnocují majetek akcionářů. Mezi tato rozhodnutí lze řadit např. nadměrné odměny manažerů neodpovídající jejich výkonnosti, nebo provádění fúzi vedoucí k snižování hodnoty společnosti.

Oddělenost vlastnictví od řízení může být ilustrována na příkladu společnosti řízené vlastníkem. V takové společnosti vlastníkoví a manažerovi společnosti v jedné osobě náleží dva základní atributy: (i) činí obchodní rozhodnutí (náleží mu obchodní vedení) a (ii) náleží mu na výnos společnosti. Toto právo bývá označováno jako reziduální nárok (*rezidual claim*), který vzniká až po té, co jsou uspokojeny veškeré náklady a stálé nároky. Ve velké akciové společnosti mají akcionáři vlastní reziduální nároky, ale nenáleží jim přímá kontrola nad

<sup>84</sup> Jensen, M., Meckling, W.: Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, 3 Journal of Financial Economics 1976, s. 305-360.

<sup>85</sup> Tamtéž.

<sup>86</sup> „Jelikož direktoři akciových společností spravují peníze cizích lidí, spíše než své vlastní, není možné od nich dost dobře očekávat, že tak budou činit se stejnou úzkostlivou bdělostí, jako na své peníze obvykle dohlíží společníci v soukromém sdružení. Stejně jako správce boháče, i oni mají sklon považovat drobné záležitosti nehodné jejich cti a velmi snadno jim nevěnují pozornost. Při správě takové společnosti proto vždy převládne (více či méně) nedbalost a rozhozovačnost.“ in Smith, A.: The Wealth of Nations, 1776, Cannan Edition, Modern Library, New York, 1937, str. 700, citováno z Jensen, M., Meckling, W.: Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, 3 Journal of Financial Economics 1976, s. 305.

<sup>87</sup> Berle A.A. a Means, G.: The Modern Corporation and Private Property, New York, MacMillan., 1932.

řízením a rozhodováním ve společnosti. Naproti tomu v případě manažerů je tomu naopak, kdy jim náleží řízení společnosti přitom nemají žádné (příp. minimální) reziduální nároky.<sup>88</sup>

Nedostatek kontroly ze strany akcionářů bývá připisován problému kolektivní akce (*collective action*) nebo koordinačnímu problému, příp. černého pasažerství (*free-rider*).<sup>89</sup> Akcionáři ve veřejně obchodovaných společnostech zpravidla mají omezená práva řídit společnost, neboť nemají právo spravovat každodenní záležitosti společnosti. Přestože akcionáři mají právo volit členy orgánů společnosti, jsou to zpravidla stávající členové orgánů, kteří ovládají proces volby. Toto je příznačné pro USA, kde management může použít finanční zdroje společnosti na získávání plných mocí, zatímco odpůrci mohou použít zdroje společnosti pouze, pokud uspějí. Nicméně existence problému kolektivní akce značně zvyšuje a v řadě případů eliminuje hlasování jako efektivní kontrolní mechanismus<sup>90</sup>. Aby akcionář mohl vypudit stávající management, tento akcionář čelí značným očekávaným nákladům.

### 2.1.1. Výhody oddělení vlastnictví od řízení

Soukromá korporace (společnost) je jednou z forem právní fikce, která slouží jako nexus smluvních vztahů, který je rovněž charakterizován existencí oddělitelných reziduálních nároků na majetek a finanční toky (*cash flows*) v organizaci, která může být prodána bez svolení ostatních smluvních jednotlivců.<sup>91</sup> Společnost jako právní fikce slouží jako ohnisko složitých procesů, v němž se střetávající cíle jednotlivců dostávají do rovnováhy v rámci smluvních vztahů.<sup>92</sup> Jensen s Mecklingem přirovnává chování společnosti k chování trhu, kdy výsledkem tohoto chování je složitý rovnovážný proces.

Výhody oddělení vlastnictví od řízení jsou založeny na interakci tří různých faktorů.<sup>93</sup> Za prvé za určitých podmínek a pro určité typy rozhodnutí je hierarchické rozhodování daleko efektivnější než alokace prostřednictvím trhu. Jak s hierarchickými strukturami, tak i strukturami trhu jsou spojeny určité náklady. Pro některé typy transakcí mohou být tržní náklady značně vysoké.<sup>94</sup> Za druhé, s ohledem na úspory z rozsahu v produkci a

<sup>88</sup> Marks, S.: *The Separation of Ownership and Control* (1999), s. 693.

<sup>89</sup> Eastbrook, F.H., Fischel, D.R.: *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, Cambridge, MA, 1991, s. 66-67.

<sup>90</sup> Tamtéž.

<sup>91</sup> Jensen, M., Meckling, W.: *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 *Journal of Financial Economics* 1976, s. 305-360.

<sup>92</sup> Jensen, M., Meckling, W.: *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 *Journal of Financial Economics* 1976, s. 305-360.

<sup>93</sup> Tamtéž.

<sup>94</sup> Například: Pokud společnost zvažuje buď koupit nebo vyrobit vstupní produkt musí zvážit dva typy nákladů – výrobní náklady (=náklady spojené s výrobou a prodejem produktu a transakční náklady (=náklady spojené s vyjednáváním transakce). Pokud je produkt standardizovaný výrobek, je smysluplné, aby společnost šla na trh a nakoupila jej. Neboť výrobní náklady spojené se standardizovaným produktem budou podstatně nižší pro jiné výrobce, kteří takový produkt standardně vyrábějí, než pro společnost samotnou, přičemž transakční náklady budou rovněž nejnižší prostřednictvím nákupu na trhu. Nakupující manager přitom jednoduše zjistí cenu na trhu a výrobek koupí. Konkurenční trh zajistí tržní cenu. Naproti tomu vlastní výroba představuje vysoké transakční náklady včetně komunikační nákladů a nákladů zmocnění. Pokud vstupní produkt bude mít velmi zvláštní vlastnosti a bude unikátní, budou náklady společnosti na vlastní výrobu stejné jako náklady třetího subjektu. Dále z důvodu zvláštní povahy produktu bude nutné vynaložit značné náklady na vyjednávání a



v rozhodování může být optimální velikost firmy značně velká. Za třetí, optimální investiční strategie vyžaduje, aby investoři byli schopni diversifikovat a sdílet a být schopni změnit své alokování v reakci na změny tržních podmínek. U mnoha společností může jít o rozsáhlé množství zvláštních vstupů. Proto organizační forma, která kombinuje hierarchickou organizaci a rozsáhlou velikost s diverzifikovanými a likvidními investicemi, může představovat informační, transakční a produkční efektivitu, která je výkonnější než jiné organizační struktury.

### 2.1.2. Náklady spojené s oddělením vlastnictví od řízení

**Náklady zmocnění jsou obvyklé náklady vznikající ve vztahu zmocnítele a zmocněnce.** Jsou jimi náklady vynakládané zmocnitelem na monitorování, výdaje vynakládané zmocněncem na spojení (tzv. *bonding costs*) a reziduální ztráta vznikající v důsledku rozdílného chování manažerů oproti ideálu (tzv. *rezidual loss*).<sup>95</sup> Obecně není možné, aby za nulových nákladů pro zmocnítele nebo zmocněnce zmocněnec učinil rozhodnutí, které optimální z pohledu zmocnítele.

Otázkou tedy je, jak stimulovat zmocněnce (agenta), aby jeho chování přinášelo prospěch zmocnitelům, tj. akcionářům. Problém zmocnění je v literatuře pojímán jako řešení otázky, jak jednotlivce – zmocnitel může vytvářet odměňovací (kompenzační) systém, který motivuje jiného jednotlivce – jeho zmocněnce, aby jednal v zájmu zmocnítele.<sup>96</sup> Moderní analýza problému zmocnění přitom dochází k závěru, že není optimální, aby akcionář měl možnost monitorovat a řídit management. To může totiž vést k tomu, že řízení ze strany akcionáře může snižovat výhody z oddělení vlastnictví a řízení.<sup>97</sup> Naopak, moderní analýza se soustředí na jiné faktory (než jsou akcionáři), které mohou efektivně monitorovat a omezovat manažerské chování. Mezi tyto faktory patří jiné zainteresované subjekty (*stakeholders*), např. vlastníci dluhopisů, právníci (v rámci derivativních žalob), regulační orgány (SEC v USA) a účastníci trhu (potencionální nabyvatelé).

---

řešení sporů mezi kupujícím a dodavatelem. Přitom v případě hierarchického rozhodování uvnitř společnosti založeném na principu podřízenosti a udělování pokynů bude podstatně méně časově nákladné než náročné vyjednávání se třetím subjektem. Jelikož tedy výrobní náklady budou stejné, ale transakční náklady budou nižší, pro společnost bude výhodnější zrealizovat výrobu produktu než jeho nákup na trhu.

<sup>95</sup> Jensen, M., Meckling, W.: Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, 3 Journal of Financial Economics 1976, s. 305-360.

<sup>96</sup> Stiglitz, J.: Principal and Agent in Eatwell, John, Milgate, Murray and Newman, Peter (eds.) (1989), The New Palgrave: A dictionary of Economics, London, MacMillan.

<sup>97</sup> Marks, S.: The Separation of Ownership and Control (1999), s. 696.

### 2.1.3. Mechanismy redukující náklady odděleného vlastnictví od řízení

Oddělení vlastnictví od řízení sebou přináší řadu nákladů spočívajících v tom, že manažeři mohou jednat neefektivně nebo nesociálně. Existuje řada mechanismů, které mohou manažery stimulovat k tomu, aby jejich chování co nejvíce odpovídalo ideálu. Mnoho mechanismů, nikoli však všechny, spočívá na jiných faktorech než jsou akcionáři. Podle Markse<sup>98</sup> je to (i) obchodní neúspěch, který eliminuje nekompetentní manažery a zmírňuje problémy špatného výběru,<sup>99</sup> a (ii) trh s korporátní kontrolou, který stimuluje manažery k maximalizaci hodnoty akcií. V opačném případě jsou manažeři vystaveni riziku převzetí a odvoláním ze své pozice.

Řádné fungování trhu tedy redukuje náklady zmocnění, protože i když akcionáři postrádají možnost přímé kontroly, manažeři budou nuceni silami trhu jednat tak, aby maximalizovali hodnotu akcie. Teorie efektivních kapitálových trhů je založena na tzv. *Efficient Capital Markets Hypothesis* (ECMH), která říká, že cenově citlivé informace jsou obsaženy v kurzech akcií a tudíž i manažerský výkon se odráží v ceně akcie.<sup>100</sup> Tato hypotéza rozeznává tři formy kapitálového trhu podle jejich výkonnosti: (i) slabá forma, kdy ceny akcií reflektují pouze minulé informace, (ii) polosilná forma, kdy ceny akcií reflektují všechny veřejné informace a (iii) silná forma, kdy ceny akcií reflektují všechny veřejné a neveřejné informace. Z empirických výzkumů vyplývá, že kapitálové trhy jsou polosilně výkonné v tom smyslu, že není možné realizovat abnormální návratnost prostřednictvím technické nebo fundamentální analýzy.<sup>101</sup> Tyto empirické studie potvrzují, že ceny akcií berou do úvahy všechny veřejně dostupné informace, ledaže cenové citlivé informace jsou utajeny, pak je cena určitou dobu, dokud se informace neobjeví, neodpovídající. V případě Enronu však řada nesrovnalostí v účetnictví utajena nebyla a přesto trh veřejně dostupné informace ignoroval. Alternativní teorie pro porozumění kapitálovým trhům, které tuto situaci popisuje, je tzv. teorie *behavioral finance*, podle níž se investorovo chování liší od racionálního.<sup>102</sup>

### 2.1.4. Kritika tržních mechanismů

Řada kritiků trhu s korporátní kontrolou kritizuje především podmínku pro fungování takového trhu, kterou je právě nutnost vysoké korelace mezi manažerským chováním a cenou akcií. Ačkoliv totiž cena akcií odráží základní hodnotu společnosti, determinanty této hodnoty

<sup>98</sup> Marks, S.: *The Separation of Ownership and Control* (1999), s. 698.

<sup>99</sup> Pokud manažeři nejsou schopni se chovat tak, aby přinášeli akcionářům užitek, pak akcionáři nebudou investovat do takto špatně řízených společností. Při absenci jiných mechanismů veřejně obchodované společnosti přestanou být životaschopné.

<sup>100</sup> Fama, E.F.: *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work* '25, *Journal of Finance*, 283.

<sup>101</sup> Marks, S.: *The Separation of Ownership and Control* (1999), s. 699.

<sup>102</sup> Schleifer, 2000.

jsou různé a lze mezi ně zahrnout i různé náhodné elementy, které nesouvisí s manažerským chováním. Tento náhodný element snižuje korelaci mezi manažerským výkonem a cenou akcií (viz například americká hypoteční krize a její vliv na akcie českých developerských společností). Jiní kritici reagují na korelaci manažerské aktivity a aktivity nabídek převzetí. Nabídky převzetí nejsou totiž výsledkem manažerské neschopnosti, ale často jsou výsledkem různých synergií na straně nabyvatele - jako jsou akumulace tržní síly, expropriace a budování impéria.

Další kritici se soustředí na rozpoznatelnost manažerského výkonu účastníky trhu. Pokud manažerská výkonnost nelze rozpoznat nebo je systematicky nerozpoznána, pak trh není schopen správně korelovat manažerský výkon s cenou akcií. Jde vlastně o informační asymetrii mezi trhem a managementem. Manažeři zkrátka mohou mít lepší informace než trh, ale mohou mít problém tuto zprávu předat trhu. Toto bývá v literatuře označováno jako „*signal jamming*“ nebo „*vězňovo dilema*“. To vede většinu společností k tomu, aby přijímali krátkodobé strategie, i když v případě dlouhodobých strategií by vydělali více. Model krátkodobých strategií v případě trhu s korporátní kontrolou vede manažery k tomu, aby přijímali neefektivní rozhodnutí z hlediska dlouhodobého.<sup>103</sup>

## **2.2. Vymezení zájmu společnosti**

Akciová společnost jako samostatný subjekt práva (tj. právnická osoba) má vlastní práva a povinnosti a má také vlastní zájmy, které může uplatňovat a prosazovat. Základní maximou a ústředním vodítkem, rozhodným pro chování osob, které jsou členy statutárního orgánu, popř. kontrolního orgánu společnosti, je zájem společnosti.

Od správného vymezení zájmů společnosti se odvíjí obsah povinností funkcionářů společnosti. Pokud funkcionář sleduje zájmy jiné než zájmy společnosti, může takové jednání vést k porušení povinnosti loajality. Některé zahraniční právní úpravy proto výslovně stanoví, jaké zájmy jsou funkcionáři společnosti povinni sledovat. Například v Rakousku je zájem společnosti formulován přímo v akciovém zákoně v § 70 odst. 1, který stanoví, že představenstvo je povinno vést společnost pod vlastní odpovědností tak, jak bude vyžadovat dobro společnosti při zohlednění zájmů akcionářů, zaměstnanců a veřejného zájmu. Rovněž nová britská právní úprava, která kodifikovala povinnosti členů správní rady v čl. 172 Companies Act 2006 zcela převratným způsobem formuluje zájmy, které je člen správní rady povinen brát v úvahu při řízení společnosti (viz 2.2.3).

<sup>103</sup> Marks, S.: The Separation of Ownership and Control (1999), s. 700.

Český obchodní zákoník zájem společnosti pozitivně nevymezuje. Nicméně v případě akciové společnosti je na několika místech zohlednění zájmu, resp. důležitého zájmu společnosti stanoveno přímo jako podmínka pro uplatnění některých práv - viz § 199 odst. 1<sup>104</sup>, § 204 odst. 3<sup>105</sup>, nebo § 204a odst. 5<sup>106</sup> ObchZ.

Není-li zájem společnosti výslovně vymezen v zákoně, je nezbytné jej dovodit výkladem. **Hlavní zájem akciové společnosti je podmíněn jejím účelem.** Za zájem společnosti založené za účelem podnikání lze považovat její trvání jako hospodářské jednotky zaměřené na rentabilitu podnikání ve vymezených oblastech.<sup>107</sup> Zájmem takové společnosti by mělo být ekonomicky růst, rozvíjet vlastní výrobu, obchod a další hospodářské aktivity, minimalizovat ztráty a utržený zisk reinvestovat do vlastního rozvoje, usilovat o podnikovou stabilitu, a to i se zřetelem k zaměstnancům, dbát o vlastní dobrou pověst atd.<sup>108</sup>

Akciová společnost je však osobou odlišnou od jejích akcionářů. Akcionáři jsou zpravidla vedeni záměrem nabýt akcie jako investiční nástroj, který mají zájem zhodnotit v určitém časovém horizontu. Zájem společnosti se proto odvíjí od souboru individuálních očekávání jednotlivých investorů, které spojuje pouze jejich rozhodnutí investovat do koupě akcií konkrétní společnosti s cílem dosáhnout zhodnocení. Představy o rozsahu tohoto zhodnocení i o způsobech, jakým je dosáhnout se však mohou značně lišit. Z toho důvodu nelze očekávat, že zájmy akcionářů, které se budou promítat do jejich rozhodování, budou homogenní. Eliáš z hlediska zájmů rozlišuje tři skupiny akcionářů:<sup>109</sup>

- (a) akcionáři s podnikatelským zájmem – tito akcionáři sledují stejnou podnikatelskou myšlenku společnosti a jde jim o její růst a prosperitu v určitém oboru podnikání,
- (b) akcionáři se zájmem finančním – tito akcionáři vidí v akciovém podílu vlastní dlouhodobou investici, jejich zájmem je, aby hodnota jejich akciového podílu dlouhodobě rostla,
- (c) akcionáři se zájmem spekulacním – tito akcionáři mají zájem na rychlém dosažení zisku, tj. buď na vysoké dividendě nebo na krátkodobé zhodnocení akcie.

Z uvedeného plyne, že problém vymezení zájmu společnosti je složitější. Zájem společnosti nelze totiž chápat pouze jako úhrn zájmů všech jejích akcionářů. Akciová

<sup>104</sup> ... dozorčí rada svolává valnou hromadu, vyžadují-li to zájmy společnosti...

<sup>105</sup> Upsat akcie na zvýšení základního kapitálu nepeněžitými vklady je možné, jen je-li to v důležitém zájmu společnosti.

<sup>106</sup> ... v usnesení valné hromady o zvýšení základního kapitálu lze přednostní právo vyloučit nebo omezit jen v důležitém zájmu společnosti...

<sup>107</sup> Černá, S.: Obchodní právo 3, ASPI 2006, s. 242.

<sup>108</sup> Eliáš, K.: Širší kontext § 56a obchodního zákoníku a poznámky k němu (Zákaz zneužití práva se zřetelem k možnostem postihu zneužití soukromoprávních oprávnění akcionáře proti akciové společnosti), Vzájemné ovlivňování úpravy českého a slovenského obchodního práva na pozadí procesu jejich reforem, Sborník 32, Univerzita Karlova v Praze, Právnická fakulta, 2007.

<sup>109</sup> Tamtéž.

společnost je založena na tom, že akcionáři vyjadřují svoji vůli na valné hromadě formou většinového rozhodování podle velikosti svých podílů na základním kapitálu, což znamená, že o řízení společnosti rozhoduje většina hlasů. Rozdílnost zájmů akciové společnosti od zájmů jednotlivých akcionářů nebo jejich skupin, jakož i střet těchto zájmů, je přirozený a legitimní.<sup>110</sup> Bylo by tedy v nesouladu s podstatou akciové společnosti, pokud by zájem společnosti byl zájmem všech akcionářů. Zároveň je však vymezení zájmu společnosti a jeho odlišení od zájmů akcionářů klíčové pro stanovení obsahu povinností orgánů společnosti. Jak Dědič poznamenává: „Od člena představenstva se tudíž vyžaduje, aby jednal v zájmu akciové společnosti a nikoli jen určitého akcionáře, nebo dokonce ve vlastním zájmu či zájmu třetí osoby, a vyžaduje se po něm, aby se aktivně se zájmy společnosti seznamoval.“<sup>111</sup>

Zájem společnosti je dynamická veličina, která nemůže být určena jen abstraktně, ale vždy vzhledem ke konkrétní situaci.<sup>112</sup> K dovození konkrétního zájmu společnosti by měla napomoci společenská smlouva, příp. stanovy společnosti, kde by měl být deklarován účel společnosti, k němuž je společnost vytvořena. Vodítka k určení zájmu společnosti v současnosti popisují dvě základní teorie, které představují odlišné přístupy k jeho definování.

### 2.2.1. Teorie *shareholder value*

Pojetí „zájmu společnosti“ se liší v angloamerickém právním systému a evropském právním systému. Podle angloamerického pojetí je prvořadým „zájmem společnosti“ zvyšování ceny akcií. Společnost je primárně nástrojem pro vytváření zisku. Zájem společnosti je zde ztotožněn se zájmem akcionářů, proto se tato teorie označuje jako tzv. teorie „*shareholder value*“<sup>113</sup>, příp. také „*shareholder primacy norm*“.<sup>114</sup> Na této teorii je založeno často citované rozhodnutí Nejvyššího soudu státu Michigan v případě *Dodge v. Ford Motor Co.*<sup>115</sup>, ve kterém byl posuzován záměr Henryho Forda I. nevyplácet dividendu, ale investovat finanční prostředky tak, aby bylo možno snížit cenu vyráběných automobilů, které by se tak staly dostupnějšími. Soud sice uznal, že tento záměr lze považovat za „obecně chvályhodný“, nicméně dále uvedl, že jde o „velkorysost na úkor majetkových práv jiných“, tj. (minoritních) akcionářů.<sup>116</sup> Tímto rozhodnutím dal uvedený Nejvyšší soud jasně najevo, že zájmy ostatních zájmových skupin nelze brát v úvahu. Většina mechanismů správy a řízení

<sup>110</sup> Tamtéž.

<sup>111</sup> Dědič, J. a kol.: Obchodní zákoník. Komentář, 1. vydání, I. díl, Praha, Polygon 2002, s. 2417.

<sup>112</sup> Černá, S.: Obchodní právo 3, ASPI 2006, s. 242.

<sup>113</sup> Viz dílo A. Rappaporta *Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance*. New York, London: The Free Press, 1986.

<sup>114</sup> Bainbridge, S.: *Director v. Shareholder Primacy in the Convergence Debate*, 16 *Transnat'l Law* 45, 48 (2002).

<sup>115</sup> *Dodge v. Ford Motor Co.*, 170 N.W. 668 (Mich. 1919).

<sup>116</sup> Řeháček, O.: *Postavení a odpovědnost členů představenstva akciové společnosti*, *Obchodní právo* č. 1/2008, s. 2.

společností využívaná v angloamerických společnostech během devadesátých let postavila na roveň zájmu akcionářů úsilí o nejvyšší ceny akcií.<sup>117</sup>

Nicméně v současnosti nelze ani v USA normu *shareholder value* považovat za absolutní. Ve více než v polovině amerických států, byly zavedeny tzv. „*constituency statutes*“, které umožňují nebo přímo požadují, aby správní rada brala zájmy zaměstnanců v úvahu, zejména při odpovídání na nepřátelskou nabídku převzetí.<sup>118</sup> To potvrzuje i rozhodovací praxe státu Delaware ohledně nabídek převzetí, dle níž je požadováno, aby členové správní rady brali v úvahu dopad na ostatní skupiny osob (*constituencies*), kterými jsou věřitelé, zákazníci, zaměstnanci a zřejmě také i obce.<sup>119</sup>

Princip akcionářské převahy (*shareholder primacy*) v kontextu amerického korporátního práva ovšem neznamena předání rozhodovací pravomoci do rukou akcionářů, kterým by byla omezena rozhodovací pravomoc správní rady. Opak je pravdou. Řízení a rozhodování o téměř všech otázkách společnosti je svěřeno správní radě (viz kapitola 1.3.4), která však musí svými rozhodnutími sledovat maximalizaci akcionářské hodnoty. Naproti tomu v právních systémech kontinentální Evropy lze princip akcionářské převahy (*shareholder primacy*) chápat i ve smyslu předání ultimátní rozhodovací pravomoci o klíčových otázkách společnosti do rukou akcionářů. Ti jsou však do určité míry omezováni ve smyslu teorie stakeholder value (např. pravidly zaměstnancké kodeterminace v Německu), která umožňuje ostatním zainteresovaným osobám do určité míry zasahovat do rozhodovacích procesů a řízení společnosti.

### 2.2.2. Teorie stakeholder value

Evropské pojetí toho, co je zájmem společnosti, je založeno na teorii „*stakeholder value*“, tj. teorii zainteresovaných osob (anglicky označovaných „*stakeholders*“ nebo také „*corporate constituencies*“)<sup>120</sup>. Na rozdíl od teorie akcionářské hodnoty zájmem společnosti není pouze zájem jejích akcionářů, ale jde o společný zájem všech osob zainteresovaných na činnosti společnosti, mezi něž lze zařadit zaměstnance společnosti, její věřitele, zákazníky, nebo i místní komunitu (obec) či dokonce stát jako výběřčí daní. Tato teorie posunuje zájem společnosti do sféry veřejného zájmu. Tím je zdůrazňováno, že úspěch společnosti by měl být poměřován sledováním zájmů všech zájmových skupin a jejich uspokojení je pro ně nejen

<sup>117</sup> Armour, J., McCahery, J.: After Enron: Improving Corporate Law and Modernizing Securities Regulation in Europe and the US. Amsterdam Center for Law & Economics, Working Paper No. 2006-07.

<sup>118</sup> Gelter, M.: The Dark Side of Shareholder Influence: Toward a Holdup Theory of Stakeholders in Comparative Corporate Governance, 2008, Working Paper, Harvard John M. Olin Center for Law.

<sup>119</sup> Viz rozhodnutí Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946, 955 (Del. 1985).

<sup>120</sup> Tuto teorii detailně popisuje R.E. Freeman ve své knize Strategic Management: A Stakeholder Approach. Boston: Pitman, 1984.

prostředkem, ale i cílem.<sup>121</sup> Jelikož na základě této teorie se korporace stává součtem různých a třeba i protichůdných zájmů různých subjektů, nemusí být určení zájmu korporace úplně jasné. Jak poznamenává Rada<sup>122</sup>, výhoda principu *shareholder value* na rozdíl od *stakeholder value* spočívá v tom, že zájem společnosti lze jednoznačně definovat, což teorie zainteresovaných osob se svým sladčováním zájmů neumožňuje. Právě to může být důvodem, proč i v Evropě dochází k posunu směrem k angloamerické teorii *shareholder value*.

Avšak ani určení zájmu podle teorie akcionářské hodnoty nemusí vést k jasnému výsledku, není-li vlastnická struktura rozptýlená, jako je tomu v USA, kde je odvozován zájem akcionáře od průměrného akcionáře.<sup>123</sup> V Evropě, kde převažuje většinový systém vlastnické struktury, bude definování zájmu společnosti obtížnější, neboť zájem většinového akcionáře, jak bylo naznačeno výše se může lišit od zájmů menšinových akcionářů.

### 2.2.3. Nový směr – *enlightened shareholder value*

Jako zajímavý kompromis mezi oběma směry se jeví princip „*enlightened shareholder value*“, který byl naformulován v rámci kodifikace povinností členů správní rady v Companies Act 2006. Tato teorie bere za základ zájmy akcionářů, které jsou však korigovány oprávněnými zájmy dalších skupin zainteresovaných osob. Podle čl. 172 je člen správní rady povinen jednat způsobem, který považuje v dobré víře za nejpravděpodobnější způsob k dosažení úspěchu společnosti a tím i společníků jako celku. Musí přitom vzít v úvahu další související otázky, které výslovně zákon vyjmenovává:

- (i) pravděpodobné dlouhodobé důsledky přijatých rozhodnutí,
- (ii) zájmy zaměstnanců,
- (iii) potřebu pěstování obchodních vztahů s dodavateli, zákazníky a dalšími,
- (iv) důsledky činnosti společnosti na veřejnost a životní prostředí,
- (v) přitažlivost společnosti známé vysokými měřítky kladenými na vedení obchodu a
- (vi) potřebu jednat čestně mezi společníky.

Tento výčet není uzavřený, nicméně zdůrazňuje oblasti zvláštní důležitosti, na které je kladen důraz při řízení společnosti. Companies Act v čl. 172 odst. 3 zároveň pamatuje na situace, kdy se společnost stane insolventní a dostane se do režimu zákona o insolvenci. V takovém případě jsou automaticky upřednostňovány zájmy věřitelů a zohledňování ostatních oblastí jsou suspendovány.

<sup>121</sup> Rada, I.: Dozorčí rada obchodních společností, 2008, LINDE nakladatelství s.r.o., s. 70.

<sup>122</sup> Rada, I.: Dozorčí rada obchodních společností, 2008, LINDE nakladatelství s.r.o., s. 70.

<sup>123</sup> Černá, S.: Obchodní právo 3, ASPI 2006, s. 243.

## **2.2.4. Corporate Social Responsibility**

V souvislosti se teorií *stakeholder value* je nutno zmínit moderní koncept korporátní sociální odpovědnosti (anglicky *Corporate Social Responsibility - CSR*), který je velmi módní a hlásí se k němu řada velkých společností. Obchodní společnosti, které se hlásí k tomuto konceptu, tím deklarují svůj zájem zohledňovat při své obchodní činnosti zájmy celé občanské společnosti. To zahrnuje zájmy všech zainteresovaných osob, jichž se dotýká obchodní činnost společnosti, a navíc ochrana životního prostředí. Přihlášením se k tomuto konceptu na sebe společnosti dobrovolně berou závazek dodržovat určité etické standardy, které jdou nad rámec zákonných povinností, což by mělo vést ke zkvalitňování života zaměstnanců, jejich rodin, obecních komunit a společnosti jako celku.<sup>124</sup>

V praxi je koncept korporátní sociální odpovědnosti předmětem debat a kritiky. Na jedné straně dobrovolné dodržování tohoto konceptu může přinášet obchodním společnostem značný prospěch v mnoha směrech a to především z dlouhodobého hlediska. Na straně druhé se tím obchodní společnost vzdaluje od své prvotní a základní funkce, tj. generování zisku. Navíc řada společností využívá tohoto konceptu pouze jako marketingový nástroj a na podporu svého dobrého jména. Přitom ve skutečnosti je praktické chování společností často vzdáleno deklaracím, k nimž se v rámci CSR hlásí.

## **2.3. Tři druhy problémů zmocnění**

### **2.3.1. Konflikt zájmů mezi akcionáři a managementem**

Základním konfliktem zájmů je konflikt mezi akcionáři jako reziduálními vlastníky akciové společnosti, tj. akcionáři a členy správní rady v monistickém systému, resp. členy představenstva a dozorčí rady v systému dualistickém.

### **2.3.2. Konflikt zájmů mezi majoritními a minoritními akcionáři**

V kontinentální Evropě primárním problémem zmocnění není konflikt mezi akcionáři a správní radou, nýbrž konflikt mezi minoritními akcionáři a majoritními akcionáři. To odráží jiný převažující model vlastnictví akcií a ovládacích struktur v USA a Velké Británii na jedné straně a kontinentální Evropě na druhé straně. Proto rozlišujeme dva základní systémy správy a řízení společností: insider a outsider systém.

---

<sup>124</sup> Srov. definici Corporate social responsibility na [www.wikipedia.org](http://www.wikipedia.org).



### 2.3.3. Konflikt zájmů mezi společností a třetími osobami

Třetím problémem zmocnění je konflikt zájmů mezi společností samotnou, včetně jejích vlastníků, a dalšími subjekty vstupujícími do smluvních vztahů se společností. Těmito subjekty jsou věřitelé, zaměstnanci a zákazníci společnosti. Tento problém zmocnění spočívá v tom, jak zabezpečit, aby se společnost vystupující jako zmocněnec nechovala oportunisticky vůči ostatním zmocnitelům, tj. věřitelům, zaměstnancům a zákazníkům.<sup>125</sup> Společnost může profitovat z věřitelů například pozdržováním plateb, využívat práce zaměstnanců za nepřiměřeně nízkou mzdu a ze zákazníků může těžit snižováním kvality výrobků.

## 2.4. Nástroje správy akciové společnosti

### 2.4.1. Tržní nástroje správy

Problémy zmocnění a náklady s nimi spojené mohou být v první řadě zredukovány mechanismy, které využívají tržních sil na různých trzích. Mezi tyto trhy patří trh kapitálový, trh produktový a pracovní trh s manažery. Nicméně jejich roli nelze přeceňovat. Zvláště pokud jde o kapitálové trhy s akciemi společnosti, které společnost využívá jako motivační nástroj ve formě odměn pro členy vedení společnosti. Slouží-li cena akcie pro tyto osoby jako hlavní pobídka a jediné měřítko – ať již jako pozitivní ve formě výnosných balíčků odměn nebo negativní ve formě hrozby nepřátelského převzetí, vytváří se tím mocné a kontraproduktivní pokušení k manipulování s finančními ukazateli.<sup>126</sup> Právě v kauze společnosti Enron vysoké odměny spojené s kurzem akcií podnítily členy vedení k tomu, aby se soustředili pouze na kurz akcií, což přispělo k jejich snaze uvádět investory v omyl, neboť manipulovali s finančními údaji společnosti. Využití principu „odpovědnosti vůči kurzu akcií“ oproti principu „odpovědnosti vůči akcionářům“, je zcela závislé na předpokladu, že kapitálové trhy jsou plně efektivní z hlediska toku informací.<sup>127</sup> Pokud chování manažerů je zcela vázáno na kurz akcií, může to vést k realokaci zdrojů. Skandál společnosti Enron je právě demonstrací selhání „*shareholder value*“ jako vedoucího obchodního principu a svědčí spíše pro návrat k pluralističtějším modelům. Pokud by byl kladen menší důraz na odpovědnost vůči akcionářům, mohlo by to vést nejen k omezení motivace k manipulaci

<sup>125</sup> Kraakman, R., Davies, P., Hansmann, H., Hertig, G., Hopt, K., Kanda, H., Rock, E.: The Anatomy of Corporate Law – A Comparative and Functional Approach, Oxford University Press, 2004, s. 22.

<sup>126</sup> Armour, J., McCahery, J.: After Enron: Improving Corporate Law and Modernizing Securities Regulation in Europe and the US, Amsterdam Center for Law & Economics, Working Paper No. 2006-07, s. 8.

<sup>127</sup> Tamtéž.

s čísly, ale mohlo by to přimět korporace k tomu, aby vnímaly zájmy i jiných zainteresovaných osob.

Dále je nutné si uvědomit, že účinnost tržních mechanismů vůči problémům zmocnění bude především záviset na rozvinutosti kapitálového trhu, ostatních trhů a vlastnické struktury akciové společnosti.

#### 2.4.1.1. Produktové trhy

Produktový trh, tj. trh s výrobky společnosti, je konečným sudím, který by měl sjednocovat zájem členů vedení společnosti se zájmy akcionářů. Pokud by společnost nebyla dostatečně konkurenceschopná na trhu výrobků či služeb, je více než pravděpodobné, že vedení takové společnosti bude brzy nahrazeno. Tento předpoklad by tedy měl zajišťovat, že vlastní zájem manažerů bude v nejlepším případě zcela v souladu se zájmy akcionářů a v nejhorším případě budou alespoň vyvíjet takovou snahu. Nicméně i tak zde zůstává pro manažery značný prostor z důvodu informační asymetrie, která pro ně vytváří podstatné pole působnosti. Další nevýhodou tohoto trhu je, že se projeví až v dlouhodobém horizontu. S ohledem na průměrný produktový cyklus několika let, informace, která by měla varovat před neefektivním managementem může přijít příliš pozdě – například krátce před vstoupem společnosti do insolvence.

Přitom je nutné si uvědomit, že právo nezabezpečuje efektivitu řízení soukromoprávních subjektů, nanejvýš konstruuje sankce v případě natolik neefektivního řízení, že jeho důsledky překročí určitou kvantitativní hranici, a tím se dotknou zájmů dalších subjektů.<sup>128</sup> Jednání, kterým se právní regulace korporace snaží čelit, zpravidla neohrožují podnik jako produkční jednotku, ale přesouvají zisky, které tato jednotka vytvoří, nebo tuto jednotku samu, mimo dosah věřitelů nebo některých společníků.<sup>129</sup>

#### 2.4.1.2. Kapitálové trhy

Volné obchodování akcií na kapitálových trzích má značný význam pro správu akciových společností v řadě směrech. Pokud jsou akcie využívány jako odměna pro management společnosti, jejich zvyšující se hodnota se pro ně stává motivačním prvkem. Cena akcií na kapitálových trzích je měřítkem výkonnosti společnosti, mluvíme tak o cenotvorné funkci kapitálového trhu. Je-li výkonnost společnosti nízká a klesá tím cena akcií, je to významným signálem jak pro management tak i pro akcionáře. Pro management je to informace o tom,

<sup>128</sup> Pelikán, R., Pelikánová, I.: Návrat právního nihilismu? Právní rozhledy 6/2009 s. 220.

<sup>129</sup> Tamtéž.

jak akcionáři hodnotí jejich projekty, a pro akcionáře je to informace o tom, jak dobře nebo špatně si podle mínění ostatních akcionářů vede management při řízení společnosti.<sup>130</sup> Snižující se cena akcií tak bývá především signálem pro výměnu špatně fungujícího vedení společnosti. Nezareagují-li totiž akcionáři dostatečně včas, lze předpokládat, že se společnost stane objektem zájmu pro určitého zájemce z řad akcionářů, který se pokusí nakoupit takový podíl akcií, který mu umožní ovládnout společnost a následně odvolat stávající management a dosadit takové vedení, které bude usilovat o maximalizaci zhodnocování společnosti. V takovém případě se kapitálový trh stává trhem s kontrolou nad akciovou společností (*market for corporate control*)<sup>131</sup>. Pouhá hrozba nepřátelského převzetí, která může nastat ze strany některého z akcionářů, tedy funguje jako významný disciplinující instrument managementu společnosti, který by jej měl vést k tomu, aby přijímali pouze taková rozhodnutí, která budou maximalizovat hodnotu společnosti a tím i cenu akcií. Pouze takové jednání managementu bude možné považovat za jednání v zájmu akcionářů.

Základním předpokladem výše popsané cenotvorné a s ní související disciplinující funkce kapitálového trhu je však cenová integrita kapitálového trhu, která závisí na tom, zda má trh k dispozici v reálném čase potřebné množství kvalitních informací o akciové společnosti a zda je trh včas a přesně informován o cenách dosažených při obchodování s akciemi.<sup>132</sup> Dalšími předpoklady pro funkční kapitálový trh jsou (i) likvidita, tj. možnost kdykoli akcie prodat (tzv. „hlasování nohama“), (ii) dostatečný počet volně obchodovaných akcií s hlasovacími právy, které umožní akcionáři uskutečňovat změny ve společnosti, a (iii) dostatek finančního kapitálu, který bude moci využít investor pro ovládnutí společnosti.<sup>133</sup>

### 2.4.1.3. Trh práce

Pracovní trh s řídicími manažery a členy představenstva může napomoci usměrňovat jejich chování. Cena manažerů, kteří se angažují v protiprávních operacích nebo opakovaně řídí společnosti neefektivně, poklesne a oni budou z tohoto trhu vyřazeni. Pro fungování tohoto trhu je však nutné vycházet z předpokladu, že informace o manažerech budou veřejně dostupné a manažeři budou přisuzovat náležitý význam své reputaci. Předpokladem fungování tohoto trhu je samozřejmě uvědomělá vůle ze strany akcionářů vyvolat změny na řídicích pozicích.<sup>134</sup> Tento trh samozřejmě nebude mít disciplinující funkci, pokud manažer

<sup>130</sup> Richter, T.: Kupónová privatizace a její vlivy na správu a financování českých akciových společností, Praha, Nakladatelství Karolinum 2005, s. 37.

<sup>131</sup> Baums, T.: Feindliche Übernahmen und Managementkontrolle – Anmerkungen aus deutscher Sicht.

<sup>132</sup> Richter, T.: Kupónová privatizace a její vlivy na správu a financování českých akciových společností, Praha, Nakladatelství Karolinum 2005, s. 37

<sup>133</sup> Tamtéž.

<sup>134</sup> Pelikán, R., Pelikánová, I.: Návrat právního nihilismu? Právní rozhledy 6/2009 s. 221.

nebude na své angažmá nahlížet jako na opakovanou hru nýbrž pouze jako na jednorázovou příležitost zbohatnout.

Regulace prostřednictvím trhu práce s manažery tak může řešit pouze neefektivní řízení společností. Efektivitu nelze odepřít managementu tunelovaných společností, který tak nečiní v zájmu řízené společnosti. Potransformační česká zkušenost přitom ukazuje, že takové chování cenu trhu práce nesnižuje.

#### 2.4.1.4. Motivační odměňování managementu

Významným ekonomickým nástrojem, který ovlivňuje chování manažerů společnosti, je vhodný způsob jejich odměňování, který je svázán s hospodářským výsledkem společnosti. Vedle určité fixní odměny je tak členům vedení společnosti poskytnuta možnost participovat na zisku společnosti ve formě akcií nebo opcí na nákup akcií společnosti. Zda vůbec a v jaké struktuře umožní společnost odměňovat manažery v závislosti na výkonnosti společnosti závisí na individuálním rozhodnutí společnosti. Struktura motivačního odměňování jednotlivých manažerů by však měla korelovat s jejich rozhodovacími pravomocemi a jejich vlivem na chod společnosti. Čím více bude totiž odměna manažera závislá na výkonu společnosti a čím menší vliv bude mít na tento výkon, tím vyšší bude vyžadovat kompenzaci za podstoupení takového rizika.<sup>135</sup>

#### 2.4.2. Právní nástroje správy

Tržní mechanismy nemusí vždy účinně redukovat problémy zmocnění, neboť v důsledku rozdílné úrovně kapitálových trhů v jednotlivých zemích budou dopadat na problémy zmocnění různě. V rozvíjejících se ekonomikách je nutné problémy zmocnění regulovat účinnými právními instrumenty práva obchodních společností, které snižují náklady zmocnění a transakční náklady spojené s fungováním společnosti. To platí především pro ČR, pro niž je korporální právo z důvodu teprve rozvíjejícího kapitálového trhu jediný dostupný a relativně efektivní nástroj správy obchodních společností.<sup>136</sup>

**Hlavním účelem a cílem korporálního práva je stanovit taková pravidla správy společností, která maximalizují hodnotu společnosti ve prospěch akcionářů a tím i pro společnost a na druhou stranu snižují transakční náklady a náklady zmocnění. Z tohoto pohledu je korporální právo souborem pravidel, která povzbuzují k přijímání obchodních**

<sup>135</sup> *Petrov, J.*: Obecná odpovědnost členů představenstva akciových společností v česko-americko-německém srovnání, Masarykova Univerzita, Mezinárodní politologický ústav, 2007, s. 21.

<sup>136</sup> *Pelikán, R., Pelikánová, I.*: Návrat právního nihilismu? Právní rozhledy 6/2009 s. 221.

rozhodnutí přinášejícím zisk společnosti, poskytují manažerům pravomoc a prostor pro obchodní uvážení a chrání akcionáře (a do jisté míry i věřitele) proti oportunistu manažerů a dalších korporálních zasvěcenců.<sup>137</sup> Jde tedy o nastolení vyvážené ochrany všechny zúčastněných a dotčených subjektů. Aby bylo docíleno této rovnováhy, korporální právo musí doplnit ochranu tam, kam regulační mechanismy nedosáhnou.<sup>138</sup>

V rozvíjejících se ekonomikách však nelze jednoduše zkopírovat korporální právo z vyspělých ekonomik. Neboť v těchto zemích se zákony opírají o velmi rozvinuté trhy, právo a správní instituce a kulturní normy, které často v rozvíjejících se zemích neexistují. Proto v rozvíjejících se zemích musí korporální právo plnit další cíl, na který není kladen důraz ve vyspělých státech. Tím je upevnění veřejné důvěry v kapitalismus a soukromé vlastnictví velkých akciových společností.<sup>139</sup> Účinnost korporálního práva závisí na kontextu, němž je používáno, i když problémy je nutné řešit universálně. Právo, které funguje v rozvinutých zemích a bude transplantováno do rozvíjející se země, nedosáhne citlivé rovnováhy mezi potřebou manažerské flexibility splňovat rychle se měnící podmínky podnikání, potřebou společností levného přístupu ke kapitálovým trhům, a potřebou velkých investorů monitorovat manažery a malých investorů chránit je před konfliktními transakcemi manažerů a velkých investorů.

Podle Kraakmana lze pro stanovení specifických pravidel v korporátním právu volit dva přístupy.<sup>140</sup> Korporátní právo může být založeno na „*prohibitivním modelu*“<sup>141</sup>, kdy právo obchodní společnosti zakazuje určité druhy chování. Druhý přístup je „*self-enforcing model*“, který vytváří určité postupy pro rozhodování uvnitř společností, které umožňují minoritním akcionářům, aby se ochránili sami prostřednictvím hlasování a výkonem tzv. transakčních práv. Třetím „ideálním“ typem je „*dovolující model*“.

Nevýhodou *prohibitivního modelu* v rozvíjejících se ekonomikách jsou především vysoké náklady spojené s četnými mechanickými zákazy omezujícími manažery společnosti v legitimních obchodních transakcích. Tyto neflexibilní zákazy lze řešit dotvářejícím soudním výkladem, který však vyžaduje vyspělý soudní systém. Jednoznačné zákazy jsou často neefektivní, neboť praxe dokáže najít způsoby, jak je obejít. Navíc zákonné zákazy vyžadují aktivní participaci soudních a správních orgánů.

<sup>137</sup> Black, B., Kraakman, R.: A Self-Enforcing model of Corporate Law, 109 Harvard Law Review (1996) s. 8

<sup>138</sup> Pelikán, R., Pelikánová, I.: Návrat právního nihilismu? Právní rozhledy 6/2009 s. 221.

<sup>139</sup> Black, B., Kraakman, R.: A Self-Enforcing model of Corporate Law, 109 Harvard Law Review (1996) s. 1.

<sup>140</sup> Black, B., Kraakman, R.: A Self-Enforcing model of Corporate Law, 109 Harvard Law Review (1996) s. 16.

<sup>141</sup> Tento model byl uplatňován v především na počátcích obchodního práva v 19. stol. v USA, Velké Británii a dalších evropských zemích.

Jako vhodné řešení pro rozvíjející se trhy Kraakman obhájí *self-enforcing model*.<sup>142</sup> Jelikož tento model obligatorně stanoví určitá procedurální práva jak na úrovni (1) akcionářské pro minoritní akcionáře, tak na úrovni (2) správní rady pro její členy, chrání akcionáře před zasvěcenci (*insidery*) a zároveň se tím minimalizuje nutnost spoléhat se na vynucování pravidel ze strany soudů a správních orgánů. Na úrovni (1) akcionářské jsou to omezení vztahující se k výkonu hlasovacích práv nebo transakčních práv. Pro hlasování je vyžadována pro určité případy supermajoritní většina akcionářů pro přijetí klíčových rozhodnutí společnosti. Jelikož hlasovací práva musí být vykonávána kolektivně, lze je nahradit tzv. transakčními právy, která mohou vykonávat akcionáři individuálně. Přitom lze rozlišovat mezi oceňovacími právy (*appraisal rights*), (*put option*) pro nespokojené akcionáře, aby od nich společnost odkoupila akcie a předkupní práva (*call options*) v případě vydání nových akcií. Na úrovni (2) správní rady lze pak stanovit povinnou účast nezávislých členů a těmto členům poskytnout pravomoc schvalovat určitá rozhodnutí (např. konfliktní transakce). Základním znakem *self-enforcing modelu* je kumulativní hlasování při volbě správní rady. I když většinový akcionář bude mít většinové zastoupení ve správní radě, kumulativní hlasování umožní minoritnímu akcionáři poslat do správní rady svého člena, který mu zprostředkuje tok informací.

### 2.4.3. Rozdělení právních nástrojů

Právní nástroje redukující problémy zmocnění můžeme rozdělit z hlediska funkčního do několika kategorií. Kraakman<sup>143</sup> tyto kategorie označuje jako (a) *regulační strategie* a (b) *řídící strategie*. Regulační strategie jsou normativního (nařizujícího) charakteru. To znamená, že předepisují pravidla chování, kterými se řídí vztah mezi zmocněncem (představenstvem) a zmocnitelem (akcionáři), příp. se tento vztah utváří nebo ruší. Řídící strategie staví na hierarchii a vztahu závislosti, který je charakteristický pro zmocnitelský vztah. To vede k nepřímé ochraně zmocnitelů (akcionářů) formou rozšiřování jejich oprávnění anebo vytváření stimulů pro zmocněnce (představenstvo). Níže uvedená tabulka schematicky znázorňuje deset právních strategií, které Kraakman rozděluje na čtyři regulační a šest řídících strategií. Ty jsou ještě rozděleny z hlediska časového podle toho, kdy se aktivují. Polovina z nich formuje chování zmocněnců předem (*ex ante*) a druhá polovina reaguje na kvalitu učiněných jednání následně (*ex post*).

<sup>142</sup> Tento model byl zaveden v roce 1995 v Rusku přijetím zákona o obchodních společnostech.

<sup>143</sup> Kraakman, R., Davies, P., Hansmann, H., Hertig, G., Hopt, K., Kanda, H., Rock, E.: *The Anatomy of Corporate Law – A Comparative and Functional Approach*, Oxford University Press, 2004, s. 23.

	Regulační strategie		Řídící strategie		
	Omezení Agenta	Podmínky vztahu	Jmenovací pravomoc	Rozhodovací i pravomoc	Stimuly pro agenta
<i>Ex ante</i>	PRAVIDLA	VZNIK	JMENOVÁNÍ	INICIAČNÍ PRÁVO	TRUSTEESHIP
<i>Ex post</i>	STANDARDY	ZÁNİK	ODVOLÁNÍ	PRÁVO VETA	REWARD

Zdroj: Kraakman a kol. (2004:23)

### 2.4.3.1. Pravidla a standardy

Základním právním nástrojem, kterým je formováno jednání zmocněnců předem (*ex ante*), jsou *pravidla (rules)*. Jejich podstatou je přikazovat nebo zakazovat určité chování, které je vymezeno v dispozici právní normy. Vedle toho *standardy (standards)* mají obecnější povahu a jsou flexibilnější. Na základě nich je jednání zmocněnců (členů představenstva či správní rady) posouzeno *ex post*. Jak pravidla tak i standardy upravují vztah zmocněnce a zmocnitele přímo.

*Pravidla (rules)* jsou v kontextu korporátního práva používána na ochranu věřitelů společnosti a investorů na kapitálovém trhu. Povahu pravidel tak mají např. požadavky na zachování základního kapitálu a s tím související pravidla omezující výplatu zisku nebo procedurální práva akcionářů. Z práva kapitálového trhu sem lze zařadit např. informační povinnosti emitenta nebo pravidla nabídek převzetí.

Pokud by právo regulovalo chování zmocněnců pouze na základě příkazujících *pravidel (rules)*, vedlo by to ke značným transakčním nákladům a k nepružnosti, která v dynamice podnikatelského prostředí není žádoucí. V tomto ohledu nabízí *standardy (standards)* určitou flexibilitu, neboť jejich kontury nejsou vždy zcela jasné a je nutné jimi vždy poměřovat konkrétní situaci. Jejich účelem tak je působit jako určité vodítko pro chování zmocněnců. Nejlepším příkladem je povinnost loajality, která je obecným standardem pro členy statutárních orgánů v tom, aby při svém jednání zachovávali zájem společnosti. Nelze opomenout ani druhý standard, kterým se má chování členů statutárních orgánů řídit - péče řádného hospodáře. Nejsou-li akcionáři nebo společnost *ex post* spokojeni s chováním svých zmocněnců, mají možnost domáhat se u soudu, aby posoudil jejich chování s příslušným standardem.

Je zřejmé, že dodržování *standardů i pravidel* ve velké míře závisí na stupni jejich vynutitelnosti. Mezi nimi je nutno rozlišovat. Jsou-li pouze soukromoprávní povady, lze je

vynutit pouze soukromoprávní cestou (žalobou). Mají-li veřejnoprávní povahu, jsou předmětem vynucení ze strany dozorového orgánu.

*Standardy* jsou z principu soukromoprávní povahy. Jejich vynutitelnost tak vyžaduje aktivitu poškozených stran a schopnost soudu posoudit konkrétní případ, tj. zda konkrétní chování zmocněnce bylo překročilo často nejasné meze obecného *standardu*.

*Pravidla* mohou být jak soukromoprávní tak i veřejnoprávní povahy. Obsah *pravidel* bývá jasný, což usnadňuje jejich vynutitelnost. *Pravidla* regulující kapitálový trh bývají veřejnoprávní povahy, zákony na ně navazují veřejnoprávní sankce, které vynucují dozorové orgány. Vyšší míra *pravidel* tohoto typu je nepochybná. Řada pravidel vedle toho bývá pouze soukromoprávní povahy. Jediná cesta jejich vynutitelnosti je soukromoprávní žaloba, kterou musí podat subjekt (zpravidla akcionář), který se cítí být poškozen. S fungující soukromoprávní cestou vynutitelnosti *pravidel* se můžeme setkat v zemích *common law*, kde rozvinutá úprava derivativních a hromadných žalob umožňuje poměrně účinný způsob sankcionování členů správní rady, kteří se dopustili porušení svých povinností.

#### **2.4.3.2. Podmínky vzniku a zániku zmocnitelského vztahu**

Další regulační strategie se zaměřuje na stanovení podmínek, na základě nichž vzniká a zaniká zmocnitelský vztah mezi zmocněncem a zmocnitelem. Základní podmínkou (předpokladem), která je pro vznik, resp. vstup (*entry*) do vztahu ukládána kótované společnosti (zmocněnci), je povinnost poskytnout investorovi (zmocniteli) informace o jejím stavu před tím, než vstoupí do vztahu se zmocnitelem. Příkladem této regulační strategie jsou tedy pravidla transparentnosti a průhlednosti akciových společností na kapitálovém trhu – zejména informační povinnosti ukládané emitentům. Uložení informační povinnosti kótované společnosti před vznikem akcionářského vztahu by měl investor dostat potřebné informace, aby mohl učinit racionální investorské rozhodnutí.

Nástrojem zániku zmocnitelského vztahu (*exit*), který umožňuje uniknout oportunistickému jednání zmocněnců, je především nijak neomezené právo akcionáře prodat své akcie, což je základním předpokladem pro fungování kapitálového trhu. Toto právo, které je také označované jako „právo hlasovat nohama“, dává akcionářům možnost se nepřímo vyjádřit k výkonnosti společnosti a ke způsobu jejího řízení. Nevýhoda tohoto práva spočívá však v tom, že akcionář uskutečňuje toto právo vždy za tržních podmínek podle aktuální situace na trhu. Akcionáři tak nemůže být zaručena návratnost jeho investice.



### 2.4.3.3. Právo volit a odvolávat

Snad nejvýznamnějším právem akcionáře, kterým může uskutečňovat svůj vliv na řízení společnosti, je jeho právo volit a odvolávat členy vedení společnosti. Jde o klíčovou řídicí strategii, která lze řešit narůstající problémy zmocnění mezi akcionáři a členy statutárního, příp. kontrolního orgánu společnosti. Nicméně řada právních řádů využívá tohoto nástroje i pro vypořádání se s problémem zmocnění mezi skupinami akcionářů (tj. majoritní a minoritní akcionáři) anebo pro řešení problémů mezi zaměstnanci a akcionáři. Ochrana minoritních akcionářů může být řešena různými způsoby. Minoritním akcionářům může být poskytnuta část míst ve voleném orgánu. Jiným prvkem je způsob uplatňování hlasovacích práv spočívající v tzv. kumulativním hlasování. Stejným způsobem je řešena i ochrana zaměstnanců v zemích s povinnou účastí zaměstnanců v dozorčí radě (Německo, ČR).

### 2.4.3.4. Právo iniciovat a vetovat

Kromě práva volby funkcionářů společnosti poskytuje korporátní právo zmocnitelům (akcionářům) také další rozhodovací pravomoci, kterými mohou ovlivňovat řízení společnosti. Tím je právo iniciovat určité rozhodnutí (*ex ante*). Bylo-li již určité rozhodnutí přijato, pak lze mluvit o právu veta, příp. ratifikaci takového rozhodnutí (*ex post*). Z pohledu akcionářského mluvíme o výkonu hlasovacího práva. Většina právních řádů však takové právo přiznává pouze ve vztahu k nejzásadnějším otázkám, které se dotýkají existence společnosti (např. fúze, rozdělení, prodej podstatné části majetku, zrušení společnosti), příp. vlivu na akcionářská práva (např. změny stanov, zvyšování základního kapitálu). To je odůvodněno ekonomickou funkcí kapitálové společnosti, která má jako zvláštní právní entita nashromáždit kapitál od investorů a realizovat investiční záměr prostřednictvím profesionálů, kteří za tímto účelem byli zvoleni do orgánů společnosti.

### 2.4.3.5. Stimulační nástroje – odměňování a správcovství

Poslední dvojici řídicích strategií lze označit jako stimulační nástroje, neboť na rozdíl od těch předešlých, které posilují oprávnění zmocnitelů (akcionářů), se soustředí na podněcení zájmu zmocněnce (členů představenstva či správní rady). To je možné učinit zejména poskytnutím odměny zmocněnci za to, že bude jednat v zájmu zmocnitele. Tento nástroj může být využit ve dvou formách: (a) *sharing rule* a (b) *pay-for-performance regime*. První forma podněcuje loajalitu tím, že váže peněžní výnosy zmocněnce přímo na výnosy zmocnitele. V případě zmocnitelského vztahu mezi minoritními a majoritními akcionáři je ochrana minoritních akcionářů zajištěna pravidlem rovného zacházení, což znamená i stejný

podíl na zisku, který se váže na každou akcii. Druhá forma - *pay-for-performance regime* je často využívána jako jeden ze způsobů odměňování členů orgánů a managementu společnosti. Manažeři a funkcionáři společnosti dostávají zvláštní finanční odměny za splnění předem stanovených cílů, anebo sofistikovanějším způsobem ve formě akciových opčních plánů, na základě nichž mají právo koupit akcie společnosti za cenu v době, kdy nastoupili do funkce. Tím jsou manažeři a funkcionáři společnosti motivováni ke zvyšování ziskovosti společnosti, která povede k růstu ceny akcií po dobu, kdy jsou ve funkci. Vázání odměny pouze na cenu akcií má však svá úskalí, neboť s ohledem na informační asymetrii mohou manažeři ovlivňovat cenu akcií na kapitálových trzích uváděním nepravdivých informací, aby zvýšili svoji vlastní odměnu, jako tomu bylo v případě společnosti Enron.

Druhý stimulační nástroj, strategie správcovství eliminuje konflikt zájmů *ex ante* tím, že nežádoucí chování nebude vůbec odměněno. Tento nástroj spoléhá na nemateriální hodnoty, a to na reputaci, sebeúctu a etiku. Zmocněnci (funkcionáři společnosti), kteří jednají jako správci, totiž přicházejí do společnosti s určitým reputačním kapitálem, o který mohou přijít, obrátí-li se proti zájmům svého zmocnitele.

#### **2.4.4. Druhy právních pramenů**

Právní nástroje popsané výše mohou být v praxi inkorporovány do různých pramenů práva. V první řadě je to zákon a provádějící podzákonné právní předpisy. Vztahy uvnitř konkrétní akciové společnosti dále upravují stanovy, kde může být obsažena odchylná úprava od zákona, pokud to zákon umožňuje (dispozitivnost). Kromě těchto dvou pramenů kótované společnosti podléhají dalším samoregulačním nástrojům, kterými mohou být burzovní pravidla a kodexy corporate governance.

##### **2.4.4.1. Zákonná úprava**

Základním pramenem pro právní regulaci jsou zákonné a podzákonné právní předpisy. Zákonná pravidla, která obsahují úpravu těchto práv a povinností se zpravidla ve všech jurisdikcích rozdělují na právní úpravu obchodních společností a vedle toho zvláštní právní úpravu upravující specifika obchodování akcií na kapitálovém trhu. Právní pravidla pro obchodní společnosti jsou obsažena buď v jednom zákonném textu – kodexu, obchodním zákoníku, jako je tomu v České republice, anebo jsou obsažena v jednotlivých zákonech, každý upravující jeden typ společnosti, jako je tomu v Německu nebo Rakousku. Vedle právní úpravy upravující právní status obchodních společností a jejich orgánů je v každém

právním řádu řešeno chování kapitálových obchodních společností na kapitálovém trhu formou ve zvláštní právní úpravě, kterou je velmi podrobně upraveno chování všech subjektů podnikajících na kapitálovém trhu.

Právo obchodních společností stanoví sadu pravidel, která podporují maximalizaci zisku obchodních rozhodnutí, poskytují managerům přiměřený prostor pro rozhodování a k tomu potřebnou pravomoc a chrání akcionáře a do jisté míry také věřitele proti oportunistu managerů a jiných insiderů ve společnosti.<sup>144</sup> Tato pravidla jsou často dispozitivního charakteru, která jsou pozměňována ve stanovách. Z ekonomického pohledu je účelem těchto pravidel zabezpečit maximalizaci hodnoty obchodní společnosti ve vztahu k jejím vlastníkům (akcionářům) a tím i celé společnosti. Vyjádřeno negativně jde také o minimalizaci transakčních nákladů a nákladů zmocnění při kontraktaci prostřednictvím společnosti jako mezičlánku.

#### 2.4.4.2. Stanovy a jiné vnitřní právní nástroje

Zákonná forma právní úpravy nemusí být vždy nejlepším řešením pro dosažení požadovaného cíle. Problémy zmocnění mohou být účinně řešeny ve smluvním ujednání mezi stranami. Obdobou smlouvy u akciových společností jsou stanovy, jejichž obsah utvářejí akcionáři na základě společné shody na valné hromadě společnosti, není-li to v rozporu s kogentními ustanoveními zákona. Vedle stanov mohou akcionáři upravovat vztahy mezi sebou na základě různých akcionářských dohod a tím řešit problém zmocnění mezi majoritním a minoritním akcionáři.

Přijímání interních ujednání ve stanovách společností je ovlivněno „sítovými externalitami“ (*network externalities*).<sup>145</sup> Pro společnost je totiž výhodou nabídnout institucionálním investorům takové ustanovení, které je jim známé, neboť umožňuje obdobné ocenění jako u jiných společností a přitom je podpořeno množstvím judikátů a soudci jsou s ním seznámeny. Naopak společnosti odrazuje přijímat taková ustanovení, která jsou nekonvenční a radikálně se liší od jiných společností. Navíc v takových případech nemusí být panovat jistota v tom, zda takové nekonvenční ustanovení je právně platné.

Řada společností přijímá kodexy etického chování, kterými deklaruje vůli dodržovat určité etické standardy. Společnost ČEZ vydala v roce 2004 Kodex etického chování, jehož účelem je zabránit protiprávním či nečestným praktikám, ke kterým by případně mohlo docházet při řízení této společnosti. Tato pravidla doplňují pravidla obsažená v jiných

<sup>144</sup> Black, B., Kraakman, R.: A Self-Enforcing model of corporate law, 106 *Harvard Law Review* (1996) s.8

<sup>145</sup> Bebchuk, L.: The Case for Increasing Shareholder Power, 2004, Working Paper, Harvard John M. Olin Center for Law, s. 59.

vnitřních předpisech této společnosti a vztahují se zejména na osoby ve funkci generálního a finančního ředitele a příp. další vedoucí osoby.

#### **2.4.4.3. Dispozitivnost a kogentnost povinnosti**

Na dispozitivní pravidla lze nahlížet jako na snahu zákonodárce usnadnit vznik smluvního vztahu stran (v případě akciové společnosti jde o vztah akcionář a společnosti), kterým je takto poskytnut určitý standardní soubor pravidel, který vzešel z určité osvědčené praxe. Strany mají zároveň možnost odchýlit se od těchto standardních pravidel tím, že vnesou do tohoto vztahu specifika, která odpovídají jejich představám. Vedle toho dispozitivní pravidla mají i ochrannou funkci, resp. informační funkci, která strany vede k tomu, aby podkryly své obchodní záměry tím, že je přiměje sjednat vlastní výslovnou úpravu pravidel, kterými se budou moci vyhnout těm dispozitivním.<sup>146</sup>

V případě dispozitivních povinností právo předepisuje standardní množinu povinností, která je optimální pro určitou velikost společnosti. Stejně množství povinností není optimální pro každou společnost. Dispozitivní metoda regulace je proto vhodné řešení zákonné regulace, neboť umožňuje společnostem jiných velikostí (např. malá společnost), aby ve svých stanovách vyloučily aplikaci některých zákonných ustanovení, které jsou dispozitivního charakteru.

Obhájci dispozitivního režimu tvrdí, že existence relativně efektivních trhů s cennými papíry vytvoří motivaci pro společnosti přijímat taková ustanovení, která budou efektivní pro společnost. Ty společnosti, které nebudou mít efektivní stanovy, budou mít nižší cenu akcií a budou příležitostí pro převzetí. Naopak obhájci kogentních povinností poukazují na možnost selhání trhu. Zejména je třeba uvážít povinnost informovat trh, neboť efektivní trh je závislý na dostupnosti informací. Bez informační povinnosti by na trhu byl nedostatek informací o společnosti. Je málo pravděpodobné, že v případě neefektivního trhu s akciemi, zde budou existovat účinná ujednání ve stanovách, v nichž se společnost zaváže k informačním povinnostem. To znamená, že účinná ustanovení o informační povinnosti nebudou vytvořena na neefektivním trhu a efektivní trh se nebude rozvíjet bez efektivních informačních povinností. Kogentní informační povinnost se proto jeví jako nutnost a na všech vyspělých kapitálových trzích je informační povinnost bez možnost odchýlení se společností ukládána. Kromě zajištění funkčního kapitálového trhu právě kogentnost informačních povinností

<sup>146</sup> *Kraakman, R., Davies, P., Hansmann, H., Hertig, G., Hopt, K., Kanda, H., Rock, E.*: The Anatomy of Corporate Law – A Comparative and Functional Approach, Oxford University Press, 2004, s. 30 citováno z *Ian Ayres and Robert Gertner*, Filling Gaps in Incomplete Contracts: An Economic Theory of Default Rules, 99 Yale Law Journal 87 (1989).

zabraňuje expropriaci akcionářů/investorů, kteří by mohli být postiženi z důvodu problému kolektivní akce

Kogentním pravidlům je vedle jejich příkazující funkce imanentní i dovolující funkce obdobná té, která je u dispozitivních pravidel. Obchodní právo totiž nabízí několik právních forem obchodních společností, které podléhají řadě kogentních pravidel. Tím účastníkům na trhu jasně sděluje, jaká jsou stanovena pro každou společnost pravidla hry a dává jim předem příležitost vybrat si takovou formu společností, která bude vhodná pro jejich podnikání.<sup>147</sup> Podnikatel, který zamýšlí založit společnost, přitom může k volbě formu společnosti přistupovat dvěma způsoby. Buď bude vybírat z portfolia společností, které nabízí právní řád jedné země, anebo může vybírat mezi právními řádů v různých zemích (*shopping forum*) podle výhodnosti právních pravidel a nákladů s tím spojených. Právě výběr mezi právními řádů je velmi častý. Děje se tak v USA, kde každý stát nabízí vlastní právo obchodních společností. Nicméně mezi právními řádů svoji neotřesitelnou pozici favorita získal stát Delaware, v němž sídlí téměř 300 společností z 500 amerických společností s nevyšším obrátem (Fortune 500).<sup>148</sup> Trend soutěže mezi právními řádů je patrný i v Evropě. Nicméně zde to není tak jednoznačné a podstatnější jsou jiné faktory. Zvláště u velkých kótovaných obchodních společností tento jev není příliš znám, neboť v Evropě hraje významnou roli národnost společnosti. Nicméně podíváme-li se v ČR mezi společnosti kótované na burze, pak zjistíme, že právě u nás faktor národnosti není významný, neboť řada společností, které lze považovat za „české“ z pohledu jejich podnikatelské aktivity, byla založena podle jiných právních řádů (viz Orco, ECM, Pegas, NWR).

#### **2.4.4.4. Samoregulační nástroje**

Mezi samoregulační nástroje, které mají výrazný dopad na regulaci kótovaných společností, lze zahrnout burzovní pravidla vydávané burzami a kodexy corporate governance, které bývají s burzovními pravidly často úzce spjaty.

Burzovní pravidla upravují postup pro přijetí akcií k obchodování na příslušné burze a stanoví podrobná pravidla, která musí emitent akcií na takové burze dodržovat. Chce-li být společnost obchodována na burze, musí se podřídit jejím pravidlům. Právě z podmíněnosti obchodování dodržováním těchto pravidel vyplývá jejich samoregulační povaha. Můžeme tedy mluvit o soukromoprávní metodě regulace, neboť vstupem na burzu se každý člen

<sup>147</sup> Kraakman, R., Davies, P., Hansmann, H., Hertig, G., Hopt, K., Kanda, H., Rock, E.: *The Anatomy of Corporate Law – A Comparative and Functional Approach*, Oxford University Press, 2004, s. 31.

<sup>148</sup> Hned druhým státem v pořadí je New York, který je v indexu Fortune 500 zastoupen pouze 25 společnostmi in *Greenfield, K.:* *Democracy and the Dominance of Delaware in Corporate Law and Contemporary Problems*, 2004, Vol. 67, No. 4, s. 135.

dobrovolně podřizuje dodržování těchto pravidel. Burza sama pak realizuje dohled nad dodržováním těchto pravidel prostřednictvím zvláštního burzovního orgánu. Sama může uplatňovat sankce vůči svým členům, kdy nejzávažnější sankcí, kterou burza může za nedodržování těchto pravidel uložit, je vyloučení člena – tj. vyřazení akcií emitenta z obchodování. Samoregulační systém zároveň trpí řadou nedostatků. Nemůže účinně fungovat jako ochrana třetích osob vůči svým členům a už vůbec nemůže dodržování těchto pravidel vynucovat vůči nečlenům.<sup>149</sup> Oproti státnímu dozoru mu chybí některé nástroje vyšetřování a samozřejmě nemá možnost ukládat určitý typ sankcí, které má státní orgán k dispozici.

Každá burza vydává svá vlastní burzovní pravidla, která bývají v zahraničí označována jako kótační pravidla (*listing rules*). Tato pravidla musí být v prvé řadě v souladu s právními normami obsaženými v právních předpisech státu, v němž se burza nachází. V současnosti, kdy na poli práva kapitálových trhů dochází k přijímání přísnějších pravidel, můžeme říci, že **burzovní pravidla *de facto* pouze kopírují zákonem stanovené povinnosti**. V minulosti tomu tak nebylo. Byly to právě burzy (zejména New York Stock Exchange a London Stock Exchange), které oproti zákonem vyžadovaným povinnostem obsahovaly ve svých pravidlech podstatně přísnější standardy a povinnosti, které museli emitenti splňovat. Jak uvádí Coffee Jr. ve své práci,<sup>150</sup> burzovní pravidla americké New York Stock Exchange na počátku 20. stol. byla založena na vysokém standardu, kterého zákonná regulace dosáhla až přijetím federálních zákonů v letech 1933 (*Securities Act 1933*) a 1934 (*Securities Exchange Act 1934*). Burzovní pravidla byla tehdy funkčním substitutem nahrazujícím zákonnou regulaci, kterým byl nastaven vysoký stupeň ochrany akcionářů.

Po obsahové stránce lze v burzovních pravidlech nalézt vždy podmínky (kritéria), které musí emitent splňovat pro přijetí akcií k obchodování na burze. Tato kritéria pak musí zpravidla splňovat po celou dobu kótace. Do těchto kritérií některé burzy zařazují i určité specifické požadavky na strukturu řízení společnosti. S takovými požadavky se nesetkáme v Burzovních pravidlech BCPP, ale můžeme se s nimi setkat u zahraničních burzovních domů. Typicky New York Stock Exchange (NYSE) má ve svých pravidlech (část 3. - Corporate Responsibility) obsaženy povinnosti tohoto typu. Ty dopadají na všechny společnosti, které jsou na burze kótovány bez ohledu na jejich „národnost“. Jelikož se tím burzovní pravidla mohou dostat do konfliktu s právním řádem, který je rozhodný pro vnitřní strukturu

<sup>149</sup> Coffee, J.C. Jr.: The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law in the Separation of Ownership and Control. Columbia Law School, The Center of Law and Economic Studies, Working Paper No. 182, 2001, s. 79.

<sup>150</sup> Coffee, J.C. Jr.: The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law in the Separation of Ownership and Control. Columbia Law School, The Center of Law and Economic Studies, Working Paper No. 182, 2001.

společnosti, je použitelnost Kótačních pravidel NYSE na zahraniční společnosti do určité míry omezená. Pro zahraniční společnosti je stanovena výjimka z těchto pravidel.<sup>151</sup> Tato výjimka však tyto společnosti neosvobozuje od všech požadavků na strukturu řízení. Proto i zahraniční společnosti mají povinnost zřizovat výbor pro audit a povinnost zveřejnit praxi řízení a správy, pokud se odlišuje od pravidel uloženým domácím společnostem.

Velmi významnou součástí každých burzovních pravidel jsou informační povinnosti, které musí emitent vůči burze plnit. S podrobným výčtem informačních povinností se lze setkat i v Burzovních pravidlech BCPP, které až donedávna bylo možné považovat za obsáhlejší než ty obsažené v zákonné úpravě (viz např. povinnost vyhotovovat čtvrtletní zprávu). Tento rozdíl byl posledními novelami ZPKT smazán z důvodu harmonizace českého kapitálového práva s právem Evropské unie. Informační standard vyspělých evropských burz byl tedy převzat na úroveň evropského kapitálového práva a odtud je rozšiřován do národních právních úprav.

To ovšem nemění nic na tom, že společnosti kótované na konkrétních burzách jsou vázány povinnostmi a standardy, které jsou jim uloženy prostřednictvím burzovních pravidel. Každý emitent musí sledovat úpravu obsaženou v burzovních pravidlech, neboť burza může za neplnění povinností ukládat emitentovi různé sankce, které mohou mít citelný dopad na emitenta.<sup>152</sup>

#### 2.4.5. Kodexy corporate governance

Kodexy corporate governance jsou samoregulačními nástroji svého druhu.<sup>153</sup> Pro svoji právní nezávažnost mají tyto specifické právní soubory pravidel povahu „*soft law*“, tj. právní normy, k jejichž dodržování se právní subjekty přihlásí, ale nejsou vůči nim právně vynutitelné.<sup>154</sup> Mezi výhody souborů pravidel „*soft law*“ patří jejich adaptibilita a flexibilita, kterými lze dosáhnout účinných řešení. Pokud by tato pravidla byla obsažena v zákoně, byly by tyto výhody potlačeny.

Podíváme-li se na kodexy používané v jednotlivých právních řádech v Evropě, zjistíme, že se významně liší nejen svým obsahem ale i původem a právním zakotvením v právním řádu dané země. Ústředním motivem většiny kodexů je povinnost společnosti uveřejnit ve výroční zprávě informace o tom, jakým způsobem společnost řeší otázky správy a řízení. V

<sup>151</sup> Pravidlo 303A.00 Kótačních pravidel NYSE.

<sup>152</sup> Podle Burzovních pravidel (čl. 12) je burzovní orgán oprávněn za nesplnění podmínek stanovených obecně závaznými právními předpisy nebo burzovními pravidly tyto opatření: a) výtku, b) zveřejnění skutečnosti, že došlo k porušení informační povinnosti, c) peněžité opatření až do výše 5.000.000,- Kč, d) pozastavení obchodování s cenným papírem, e) vyloučení cenného papíru z obchodování.

<sup>153</sup> Černá, S.: Obchodní právo 3, ASPI 2006, s. 269.

<sup>154</sup> Ehrlicke, U.: „Soft Law“ – Aspekte einer neuen Rechtsquelle, NJW, 1989 S.1907.

Evropské unii lze nalézt pestrobarevnou škálu kodexů. Některé se zaměřují na fungování správních rady a ponechávají ostatní otázky správy a řízení stranou. Jiné kodexy upravují i další otázky obchodních společností zejména v nově přistoupivších členských zemích EU, kde korporátní právo na řadu otázek nepamatuje. Z hlediska aplikovatelnosti se kodexy převážně vztahují na kótované společnosti.<sup>155</sup> I když právě v případě Českého kodexu je deklarováno, že jeho principy lze použít i na nekótované společnosti.

Základní rozdíl mezi kodexy corporate governance a zákonnou úpravou obchodních společností spočívá v tom, že společnosti nemají povinnost dodržovat kodex v celém jeho rozsahu. K tomu, v jakém rozsahu společnosti kodex dodržují, se vyjadřují na základě principu „splň nebo vysvětli“ (*comply or explain*). Společnosti, které podléhají požadavku dodržování kodexu nemohou konstatovat, že jej nebudou dodržovat jako celek. Pokud v kodexu naleznou ustanovení, které nesplňují, musí jej uvést a vysvětlit své důvody. Tento princip se objevuje v řadě kodexů (např. belgickém, polském a maďarské kodexu). Některé právní úpravy jej zakotvují přímo v zákoně, např. v Německu<sup>156</sup> nebo Nizozemí, podle nichž kótované společnosti mají povinnost každoročně uveřejnit prohlášení o dodržování kodexů corporate governance. Tím ovšem není založena zákonná povinnost dodržovat veškerá pravidla uvedená v kodexu. V zákoně je pouze zakotvena aplikace principu *comply or explain* na pravidla obsažená v kodexu.

Společnost nemusí splňovat veškeré požadavky a situace uvedené v kodexu, neboť to často ani není možné s ohledem na interní strukturu a procesy ve společnosti. Samoregulační metoda založená na principu *comply or explain* může být pro společnost přínosná, neboť může vést k postupnému zdokonalení (adaptaci) systému správy společnosti v rozsahu, který bude optimální pro společnost. Nedostatkem tohoto principu je, že v praxi často nebude možné ověřit pravdivost vysvětlení (důvodů), které společnost uvádí v případech, kdy nemůže vyhovět dílčím ustanovením kodexu.

Samoregulační metoda se rozšířila po Evropě z Velké Británie, kde zaznamenala úspěch nejprve v podobě regulace nabídek převzetí kótovaných akciových společností, které Velká Británie začala regulovat již v roce 1968, kdy byl za tímto účelem založen nezávislý orgán - Panel on Takeovers and Mergers. Tento orgán vydal k regulaci nabídek převzetí a fúzí britských kótovaných společností zvláštní kodex - The City Code on Takeovers and Merger. Úkolem tohoto orgánu po jeho založení bylo provádět dozor nad dodržování pravidel pro

<sup>155</sup> Existují i kodexy, které se aplikují i na nekótované společnosti – zejména rodinné společnosti např. tzv. Buysse Code v Belgii – [http://www.unizo.be/images/res109906\\_05.pdf](http://www.unizo.be/images/res109906_05.pdf).

<sup>156</sup> V Německu je to ustanovení § 161 AktG, podle něhož mají akciové společnosti s kótovanými akciemi povinnost uveřejnit prohlášení o tom, v jakém rozsahu jsou doporučení kodexu corporate governance dodržována.



nabídky převzetí zakotvených v tomto kodexu. Přijetím právní regulace nabídek převzetí na evropské úrovni Směrnicí o nabídkách převzetí se působnost tohoto orgánu rozšířila i na dohled nad dodržováním evropské regulace.

Je zajímavé, že samoregulační metoda v podobě kodexů zcela absentuje v USA. Zde byl regulační prostor zaplněn federální regulací kapitálového trhu (*Securities Act 1933, Securities Exchange Act 1934*), fiduciárními povinnostmi členů správní rady a tradicí akcionářských žalob.<sup>157</sup>

#### 2.4.5.1. Druhy kodexů

Použijeme-li členění podle Wymeersch,<sup>158</sup> můžeme z hlediska původu a právního statusu rozlišovat několik druhů kodexů:

- (i) *teré se vyvinuly ze soukromé iniciativy* (ze strany akademické obce a různých asociací a společností). Jde zpravidla o doporučení, které mají spíše morální charakter. Určený způsob chování není závazný. Tento model je zcela dobrovolný, technika *comply or explain* se v tomto případě zpravidla neuplatňuje;
- (ii) *teré jsou přímo spojeny s kapitálovým trhem* a byly vytvořeny z podnětu burzy, příp. komisi, která k tomu byla zmocněna ze strany burzy (např. 2004 Corporate Governance Recommendation připravených budapešťskou burzou, nebo Kodex 2002 připravený slovenskou burzou ve spolupráci s asociací manažerů a ředitelů). Závazek k jejich dodržování bývá častou podmínkou pro kótaci společnosti na burze. Nicméně tato podmínka jejich dodržování nebývá požadována po společnostech, které již kótovány jsou. V takovém případě společnosti, které kodex nedodržují musí k tomu uvést své důvody;
- (iii) *navržené orgány státní správy* (např. ministerstvem financí či spravedlnosti, příp. jejich komisi). Tím, že byly navrženy ze strany veřejné správy, se však nemění jejich status jako nezávazného právního instrumentu (např. Slovenský kodex);
- (iv) *spjaté se výslovnou zákonnou úpravou* (např. Německo nebo Nizozemí, kde je v zákoně obsažen výslovný odkaz na kodex a společnosti mají povinnost dodržovat kodex na bázi *comply or explain*);

<sup>157</sup> Armour, J., Deakin, S., Sarkar, P., Siems, M., Singh, A.: Shareholder Protection and Stock Market Development: An Empirical Test of the Legal Origins Hypothesis, ECGI Working Paper No. 108/2008, s. 11.

<sup>158</sup> Wymeersch, E.: Corporate governance codes and their implementation.

- (v) *na něž přímo odkazuje zákon a na jejichž dodržování dohlíží veřejnoprávní orgán – zejména orgán dohlížející na kapitálové trhy (např. Španělsko).*

#### **2.4.5.2. Důvody pro dodržování kodexu**

Jelikož většina existujících kodexů nemá sílu zákona, nemůže být ani jejich závaznost založena na standardních právních technikách, jako jsou odpovědnost nebo ukládání pokut atd. Pouze ve Španělsku je komise pro cenné papíry oprávněna kontrolovat dodržování kodexu. Jak už bylo uvedeno v úvodu, podstatou pravidel *soft law* je jejich právní nezávaznost. Dodržování těchto pravidel musí být založeno na dobrovolném chování jejich adresátů. Nicméně dobrovolnost neznamená, že společnosti nebudou mít jiné silné důvody pro dodržování kodexu. Motivem k dodržování jsou především sankce hospodářského nebo finančního charakteru. Síly trhu a obava z poškození reputace často postačují, aby reprezentanti společnosti dodržovali kodex.

Lze rozlišit několik důvodů, proč společnosti budou dobrovolně dodržovat kodexy:

##### *a) odpovědnost představenstva*

Mezi informační povinnosti společnosti vůči kapitálovému trhu patří i povinnost připravit zprávu (výkaz) o správě a řízení společnosti, tzv. *corporate governance statement*. V Evropské unii se tato povinnost stala předmětem harmonizačního požadavku Novely čtvrté a sedmé směrnice. Tuto zprávu zpracovává představenstvo společnosti. Uveřejnění této zprávy zvyšuje odpovědnost představenstva vůči akcionářům a trhu obecně. V případě uvedení nepravdivých informací budou členové představenstva nést odpovědnost. Pokud akcionáři shledají zprávu jako nevyhovující, může to vést odvolání členů představenstva. Zpráva může mít negativní vliv na cenu akcií. Její nepravdivý obsah může vést k intervenci ze strany regulátora. Rozsah, v jakém by měli být při přípravě zprávy zapojeni i akcionáři, se liší v jednotlivých kodexech. Ve většině kodexů jsou akcionáři pouze informováni o zprávě, zprávu však neschvalují. Má-li společnost dozorčí radu, musí být schválena i tímto orgánem.

##### *b) hodnocení ze strany trhu*

Na členy představenstva může být vyvíjen nátlak ze strany reprezentantů jiných společností, neboť slabé řízení v jedné společnosti může vést k přelití poškození reputace i jiných reprezentantů. S daleko silnějším tlakem se můžeme setkat ze strany kapitálových trhů, který zahrnuje různé jeho aktéry: burzy, ratingové agentury, investiční bankéře, organizace, investiční aktivisty a jejich poradce, média a veřejnost. Slabé mechanismy správy se projeví především v ratingu společnosti. Ratingové agentury mají pro správu společnosti vyvinutá

zvláštní hodnotící kritéria. V případě institucionálních investorů to může znamenat, že nebudou investovat do společností, které nedodržují obvyklé standardy správy a řízení. Takové společnosti se mohou pak dostat na černé listiny (black list) investorů. Jak již bylo zmíněno, řada kodexů je přímo svázána s burzami cenných papírů, které mají zájem na tom, aby společnosti, které jsou na nich obchodované, dodržovaly standardy dobré správy. Výsledkem tohoto zájmu je, že podmínky správy obsažené v kodexech správy a řízení jsou přílohou kótačních podmínek (*listing rules*), viz např. Combined Code ve Velké Británii<sup>159</sup> nebo Kodex správy a řízení společnosti na Slovensku.<sup>160</sup> Kromě špatné pověsti takové společnosti, která nedodržuje kodex, burza by mohla zrušit kótaci (*delist*) společnosti na jejím trhu. V praxi je však zrušení kótace krajním řešením, které může způsobit značnou škodu investorům.

### c) externí monitorování

Dalším stimulem k dodržování kodexu mohou být komparativní zprávy o dodržování kodexů ostatními společnostmi na trhu. Takové zprávy vznikají často spontánně a jsou vytvářeny např. akademiky, asociacemi kótovaných společností nebo konzultačními společnostmi. V některých členských státech EU je monitorování prováděno státními orgány - komisemi. Role těchto komisí není kontrolovat dodržování kodexů ze strany jednotlivých společností, ale sledovat obecnou praxi, publikovat hodnotící zprávy a případně navrhnout změny kodexu. Tento typ monitorovacích komisí lze nalézt ve Francii, Nizozemí, ve Švýcarsku nebo ve Velké Británii.

Ačkoli kodexy nejsou právně závazné a společnosti se chovají v souladu s nimi na bázi úplné dobrovolnosti nebo samoregulačního principu, nelze o jejich právní relevanci pochybovat. Pro rozhodování soudu mohou kodexy sloužit jako interpretační vodítko (*guidance*). Zároveň mohou zabránit tomu, aby soudce sám určoval, jaké chování je v běžné obchodní praxi přijatelné nebo zda jde o praxi dobré správy (*good practice*).<sup>161</sup> Tento fenomén se označuje jako absorpce soft law pravidel do právního systému. A funguje jako technika pro doplňování prázdných míst v právním systému (např. *professional conduct of business, state-of-the-art techniques*).

<sup>159</sup> Combined Code je přílohou kótačních podmínek (*listing rules*). Kótační podmínky ve Velké Británii vydává dozorový orgán - Financial Services Authority, který převzal tuto pravomoc od londýnské burzy (London Stock Exchange). Combined Code byl vydán poprvé v roce 1998 a je výsledkem práce tří komisí: the Cadbury Report, the Hampel Report a the Greenbury Report.

<sup>160</sup> Slovenský Kodex správy a řízení společnosti se podle Burzovních pravidel Burzy cenných papírů v Bratislavě vztahuje na všechny emitenty cenných papírů, které jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu.

<sup>161</sup> Wymeersch, E.: Corporate governance codes and their implementation.

Jinou právní technikou je odkaz ve stanovách společnosti na určitý kodex. V tomto případě jsou stanovy tzv. blanketní normou. Konkrétní kodex se pak stává součástí stanov a jako takový je pro členy orgánů společnosti závazný.

### 2.4.5.3. Český kodex

V roce 2001 byl skupinou při Komisi pro cenné papíry pod vedením Tomáše Ježka vypracován český kodex corporate governance, jehož obsah byl založen na Principech OECD.<sup>162</sup> Přestože Principy OECD nejsou formálně závazným předpisem staly se mezinárodním měřítkem pravidel pro správu a řízení a jsou základem pro reformní iniciativy v této oblasti.<sup>163</sup> Účelem Principů OECD bylo poskytnout národním tvůrcům a regulátorům a účastníkům kapitálového trhu určitá modelová pravidla správy a řízení, která povedou ke zvýšení úrovně právního a regulačního rámce v oblasti správy a řízení akciových společností na regulovaných trzích. Na tomto modelovém kodexu je založen například i Slovenský kodex.

První verze Českého kodexu nevyvolala na kapitálovém trhu žádnou odezvu. Jak uvádí autoři návrhu zákona o obchodních korporacích při hodnocení českého kodexu z roku 2001, v praxi moc nepomohl, neboť jeho povaha je nezávazná.<sup>164</sup> Následně byl v roce 2004 tento kodex přepracován a upraven a to v reakci na novelu Principů OECD a na Akční plán Komise. Druhou verzi Českého kodexu vzalo v potaz několik kótovaných společností - v roce 2006 to bylo pouze **11 kótovaných společností**.<sup>165</sup> Obecně lze tedy říci, že **Český kodex není mezi kótovanými společnostmi uznáván jako pramen právních pravidel a principů správy a řízení**, k jejichž dodržování by se měly hlásit.

Hlavním důvodem je samozřejmě jeho úplná dobrovolná povaha. KCP sice v roce 2002 doporučila kótovaným společnostem, aby do svých výročních zpráv zařazovaly prohlášení ohledně míry souladu jejich systému správy a řízení s doporučeními kodexu, a to na základě principu *comply or explain*.<sup>166</sup> Nicméně společnosti nic nezavazuje (ani formou kótací podmínky v Burzovních pravidlech) k tomu, aby tak činily. Chce-li regulátor – nyní ČNB jít cestou samoregulační kodexové metody a přinutit společnosti k tomu, aby se vyjádřily k dodržování Českého kodexu, bude nezbytné, aby zakotvil tuto povinnost v zákoně.

Ani kvalita zpracování Českého kodexu nemůže přesvědčit emitenty, aby se k němu dobrovolně přihlásili. Struktura Českého kodexu odpovídá struktuře Principů OECD, které

<sup>162</sup> Viz úplný název *Kodex správy a řízení společností založený na Principech OECD*.

<sup>163</sup> Na mezinárodní úrovni byly Principy Corporate Governance přijaty Organizací pro ekonomickou spolupráci a rozvoj (OECD) v roce 1999, které byly naposledy novelizovány v roce 2004.

<sup>164</sup> Viz důvodová zpráva k § 46 – 74 návrhu zákona o obchodních korporacích, dostupná na <http://obcanskyzakonik.justice.cz>.

<sup>165</sup> Viz zpráva o výkonu dohledu nad finančním trhem za rok 2006 vydaná Českou národní bankou s.19, dostupné na [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz). Ze společností obchodovaných ve SPAD se k dodržování Českého kodexu hlásí Telefónica O2 a Unipetrol.

<sup>166</sup> Viz úvod Českého kodexu na str. 4.

pokrývají těchto šest základních oblastí: (i) zajištění účinného rámce pro správu a řízení, (ii) práva akcionářů, (iii) rovné zacházení s akcionáři, (iv) role zainteresovaných osob, (v) publicita a transparence, (vi) odpovědnost správní rady. Z hlediska obsahu jde v podstatě o překlad Principů OECD. Lze souhlasit s Radou,<sup>167</sup> že prostým překladem Principů OECD se obsah Českého kodexu dostal v některých pasážích do konfliktu s platnou zákonnou úpravou, a to zejména v kapitola č. VI, který se zabývá odpovědností představenstva a dozorčí rady. Autoři Českého kodexu přebírají povinnosti z Principů OECD stanovené pro správní radu a automaticky je přenášejí na představenstvo a dozorčí radu, což vede k nesystémovým požadavkům.<sup>168</sup> Jak uvádí Rada<sup>169</sup> s jistou mírou nadsázky lze říci, že dobrovolným dodržováním tohoto kodexu by se kvalita řízení společnosti spíše zhoršila, než zlepšila.

V České republice se sice přibližně 11 společností k dodržování Českého kodexu pravidelně dobrovolně hlásí ve svých zprávách. Lze se však domnívat, že to není účastníky kapitálového trhu příliš vážně. Proto ani na českém kapitálovém trhu nelze pozorovat rozdíly v ceně akcií společností, které se hlásí k dodržování principů zakotvených v kodexu a které nikoli. **To mne vede závěru, že v prostředí českého kapitálového trhu se nelze opírat pouze o tržní nástroje správy.** Zahraniční zkušenosti ukazují, že pro zlepšování standardů správy a řízení v kótovaných společnostech lze zvolit cestu prostřednictvím kodexů corporate governance. Nicméně v zemích s méně rozvinutým kapitálovým trhem, mezi něž lze bezesporu zařadit i Českou republiku, je nezbytné založit uplatňování kodexů corporate governance na základě zákonného důvodu. České kótované společnosti nebyly nijak povinovány se k Českému kodexu hlásit či vyjadřovat ve smyslu principu *comply or explain*. To se změnilo přijetím zákona č. 230/2009 Sb., který od 1.8.2009 novelizoval ZPKT, podle něhož kótované společnosti mají povinnost uvádět ve své výroční zprávě informace o kodexech řízení a správy společnosti ve smyslu principu *comply or explain*. Až aplikační praxe ukáže, do jaké míry bude mít tento princip význam pro uplatňování standardů obsažených v Českém kodexu.

<sup>167</sup> Rada, J.: Dozorčí rada obchodních společností, 2008, LINDE nakladatelství s.r.o., s. 183.

<sup>168</sup> Viz doporučení uvedená v komentáři ke kapitole VI Českého kodexu, např. bod 8 – doporučení na oddělení funkce generálního ředitele a předsedy správní rady, které zcela pomijí zcela odlišné postavení generálních ředitelů obou systémů, bod 13 – doporučení na zřízení funkce tajemníka, které vzhledem k navrhované působnosti je prakticky neslučitelné s právní úpravou v ObchZ, bod 17 – doporučení aby členové představenstva a dozorčí rady nebyli voleni na dobu delší než 5 letm které vůbec nereflektuje fakt, že okamžitá odvolatelnost je základní vlastností postavení funkcionářů v českých kapitálových společnostech.

<sup>169</sup> Rada, J.: Dozorčí rada obchodních společností, 2008, LINDE nakladatelství s.r.o., s. 184.

### 3. Právní regulace poskytování informací investorům a akcionářům

#### 3.1. Důvody pro právní regulaci poskytování informací investorům a akcionářům

Mezi akciovou společností a investorem, resp. akcionářem existuje značná informační asymetrie, pokud jde o informace o majetku, závazcích, finanční situaci, produktech, trzích, vedení, zaměstnancích, soudních sporech a ostatních okolnostech souvisejících s podnikáním společnosti. Podle Kraakmana<sup>170</sup> lze přitom nalézt řadu důvodů, proč společnost, resp. osoby v jejích orgánech nebudou mít zájem na dobrovolném poskytování těchto informací a které mluví pro určitý stupeň právní regulace.

Hlavním důvodem, který lze identifikovat, jsou existující *problémy zmocnění mezi akcionáři a zaslouženci ve společnosti*. Každá špatná zpráva vždy škodí osobám ve vedení společnosti, neboť snižuje výši jejich výkonnostních odměn a ohrožuje jejich celkové působení ve společnosti. Čím horší zpráva se objeví, tím větší zájem budou mít odpovědní korporátní zaslouženci na jejím utajení a nikoli na jejím dobrovolném uveřejnění. Ve většinovém systému se zájem členů vedení společnosti slučuje se zájmem ovládajícího akcionáře. Ani ovládající akcionář nebude ochotně poskytovat špatné informace trhu, které povedou ke snížení hodnoty jeho podílu a zvýšení nákladů společnosti na získání kapitálu. Bez právní regulace poskytování informací by byl investor odkázán pouze na dobrou vůli společnosti, což by z hlediska problémů zmocnění znamenalo přenesení značných rizik na investora. **Povinná publicita je nezbytná pro zajištění informační symetrie mezi společností a investory.**

Dalším důvodem, proč by bez právní regulace mohlo docházet k informační asymetrii, jsou *náklady vznikající z nedostatečné důvěryhodnosti společnosti na trhu*. V případě chybějící povinné publicity by totiž kapitálové trhy mohly očekávat, že korporátní zaslouženci budou utajovat špatné zprávy a v závislosti na tom by i akcie na trhu byly obchodovány se příslušnou slevou. Řešení, kterým by se společnost mohla vyhnout této slevě, by tedy mohlo spočívat v tom, že se sebevědomí manažerů a ovládající akcionář předem zaváží poskytovat trhu všechny informace tj. dobré i špatné. K tomu však musí využít soukromoprávní instrumenty, které mohou být drahé anebo je není možné v daném právním řádu využít.

<sup>170</sup> Kraakman, R., Davies, P., Hansmann, H., Hertig, G., Hopt, K., Kanda, H., Rock, E.: The Anatomy of Corporate Law – A Comparative and Functional Approach, Oxford University Press, 2004, s. 204-206.

Právní regulace veřejnoprávního charakteru proto může účinně nahradit soukromoprávní závazky společnosti. Tato regulace zakládá právní odpovědnost společnosti za informace poskytované trhu, což poskytuje trhu jistotu v kvalitě publikovaných informací a zvyšuje důvěryhodnost (kredibilitu) informací publikovaných v budoucnu.<sup>171</sup>

Třetí překážkou a důvodem, který brání dostatečné dobrovolné publicitě, je *rozdíl mezi soukromými užitky společnosti a celospolečenskými výhodami*, které tato publicita může přinést. Publicita totiž způsobuje náklady společnosti spočívající v poskytování takových informací, které mohou napomáhat konkurenci. Každé vedení společnosti proto bude mít zájem maximalizovat hodnotu společnosti tím, že své konkurenční výhody ve formě informací o chodu společnosti (např. určité specifické náklady) bude před konkurencí udržovat co nejvíce v tajnosti.

Čtvrtá překážka publicity vyplývá ze skutečnosti, že *informace má pro investory nižší hodnotu* a tudíž důvod pro její publikování je oslaben, *pokud není zpracována v určitém standardním formátu, obsahu a kvalitě*. Standardizace poskytování informací zlepšuje jejich srozumitelnost a srovnatelnost a tím se zvyšuje hodnota takové informace. Právní regulace upravující požadavky na formu a obsahu poskytovaných informací tento problém řeší.

Poslední překážkou optimální publicity bez právní regulace může také být *nízká sofistikovanost investorů*. Ti například z důvodu chybějících zkušeností (např. na rozvíjejících se trzích) si nemusí být vědomi, jaké informace či v jaké kvalitě mají vůbec požadovat.

Všechny uvedené důvody vedou k závěru, že **určitá právní regulace povinného poskytování informací trhů a akcionářům je nezbytná**. Jedině tak je možné zajistit informovanost všech relevantních skupin osob. Právní regulace povinné publicity informací v akciové společnosti je v současnosti ve všech právních řádech rozštěpena v závislosti na tom, zda jde o společnost kótovanou na regulovaných trzích či nikoli.

### 3.1.1. Koncept akcionářské informace

Akcionáři nemají fixní nároky vůči společnosti, jako je tomu u věřitelů a zaměstnanců, proto jsou ekonomickou teorií označováni za reziduální věřitele společnosti. Tato pozice jim dává vhodné stimuly činit rozhodnutí dle svého uvážení. K tomu, aby mohli činit rozhodnutí, potřebují informace. Pouze na základě dostatečných informací mohou akcionáři účinně vykonávat hlasovací práva a ovlivňovat tak řízení společnosti. V nekótované společnosti tyto informace získávají pouze na valné hromadě. Tento model označovaný jako *koncept*

<sup>171</sup> Gilson, J.R., Kraakman, H.R.: The Mechanisms of Market Efficiency. 70 Virginia Law Review 549, 1984.

*akcionářské informace*<sup>172</sup> je však nevhodný pro společnosti, jejichž akcie jsou obchodované na regulovaném trhu, neboť řádná valná hromada se koná pouze jednou za rok a informace prezentované na valné hromadě se tudíž dostávají akcionářům příliš pozdě. Na valné hromadě je vedení společnosti povinno poskytnout akcionářům pouze takové informace, resp. vysvětlení, které je potřebné pro posouzení předmětu jednání valné hromady (viz následující kapitola 3.2). Navíc pouze akcionáři a nikoli potenciální investoři se mohou účastnit valné hromady. Právo na poskytnutí informací tudíž náleží pouze akcionářům. V případech kótovaných společností valná hromada nemůže dostatečně efektivně splnit informační úlohu, aby kapitálový trh obdržel relevantní informace.

### 3.1.2. Koncept tržní (regulované) informace

Ke správnému ocenění investičního instrumentu emitovaného akciovou společností (ať již akciového nebo dluhového) investoři potřebují podrobné znalosti o majetku, závazcích, finanční situaci, produktech, trzích, vedení, zaměstnancích, soudních sporech a celé řadě dalších okolností souvisejících s podnikáním akciové společnosti.<sup>173</sup> Účinnost tvorby ceny na trhu cenných papírů z velké části závisí na mechanismu, kterým dochází k vytváření informace, její verifikaci a analýze na trhu.<sup>174</sup> Efektivní tvorba ceny slouží jak na ochranu investorů tak i obecně podporuje efektivní alokaci finančních zdrojů v ekonomice mezi soutěžiteli. Jinak řečeno kapitálové trhy, kde dochází k pomalé distribuci informací, informace jsou nepřesné a obtížně analyzovatelné, nebudou zajímavé pro investory a tam kde nejsou investoři tam nemůžou existovat ani emitenti.<sup>175</sup>

Pro společnosti kótované na regulovaných trzích má výhoda získávání kapitálu na kapitálových trzích svoji cenu v tom, že chování těchto společností a nejen jejich ale všech subjektů pohybujících se na kapitálových trzích podléhá další právní regulaci. Touto regulací je právo kapitálových trhů, které kromě celé řady dalších otázek přenáší na kótované akciové společnosti jako na emitenta akcií (tj. prodávajícího) břemeno poskytování informací a s tím spojenou právní odpovědnost. V kótovaných společnostech nejsou informace poskytovány pouze akcionářům společnosti ale celému kapitálovému trhu, na němž se rekrutují

<sup>172</sup> *Zetsche, D.*: Explicit and Implicit System of Corporate Control - A Convergence Theory of Shareholder Rights, CBC Research Paper, s. 43 a násl.

<sup>173</sup> *Richter, T.*: Kupónová privatizace a její vlivy na správu a financování českých akciových společností, Praha, Nakladatelství Karolinum 2005, s. 71.

<sup>174</sup> *Gilson, R., Kraakman, R.*: The Mechanism of Market Efficiency Twenty Years Later, the Hindsight Bias (2003) 28 *Journal of Corporation Law*.

<sup>175</sup> *Davies, P.*: Davies Review of Issuer Liability – Liability for misstatements to the market, A discussion paper by Professor Paul Davies, March 2007, dostupné na [www.hm-treasury.gov.uk/davies](http://www.hm-treasury.gov.uk/davies).



potencionální akcionáři. Investoři získávají informace o společnosti na trhu, proto můžeme tedy mluvit o tzv. *konceptu tržní informace*.<sup>176</sup>

Mezi základní cíle regulace založené na konceptu tržní informace patří zajištění (i) *cenové funkce*, a (ii) *účinné správy a řízení akciové společnosti* (tzv. *funkce účinné správy*).<sup>177</sup> Cenová funkce je nejdůležitějším důvodem, proč jsou kótovaným společnostem informační povinnosti ukládány. Jejím smyslem je zajistit, aby ceny veřejně obchodovaných cenných vycházeli z přiměřeně dobré informovanosti o finančním stavu.

Funkce účinné správy a řízení se může projevovat v několika různých směrech. Kraakman je rozlišuje na (i) donucovací, (ii) edukativní a (iii) normativní.<sup>178</sup> Donucovací funkce nabývá na významu v těch případech, kdy získání informace je nezbytné pro uplatnění dalších právních mechanismů. Poskytnutí informací je nutné, když dochází ke strukturálním přeměnám společnosti např. povinné uveřejnění navržených podmínek fúze nebo aby akcionář mohl využít uplatňovat své (např. uzavírání smluv mezi stranami v konfliktu zájmů). Edukativní funkci lze spatřovat v tom, že poskytnutí informací všem akcionářům o tom, že zákon jim dává možnost rozhodnout o správě společnosti, resp. zákon to přímo vyžaduje, aby bylo přijato akcionářské rozhodnutí. Význam normativní funkce spočívá v tom, donutit společnost k závazku dodržovat principy dobré správy a určité korporátní kultury, které přesahují minimální požadavky zákona. To má vést k posílení dobrého jména společnosti a zvýšení její reputace společnosti.

Funkcí pravidel průhlednosti a transparency však není pouze ochrana akcionářů-investorů, ale také věřitelů, zaměstnanců a veřejnosti jako celku.

## 3.2. Obchodněprávní regulace poskytování informací

### 3.2.1. Informační toky v akciové společnosti

V akciové společnosti dochází k různým informačním tokům mezi jejími orgány. S nerozsáhlejším množstvím informací ve společnosti disponuje představenstvo, které je jakožto hlavní řídicí orgán ve společnosti nadáno pravomocí k obchodnímu vedení. Představenstvo není nijak omezeno v získávání informací uvnitř společnosti. Zpravidla každý člen představenstva zodpovědný za řízení určité oblasti ve společnosti disponuje informacemi ze sféry své působnosti a tyto informace předkládá ostatním členům na pravidelných

<sup>176</sup> Zetsche, D.: Explicit and Implicit System of Corporate Control - A Convergence Theory of Shareholder Rights, CBC Research Paper, s. 43 a násl.

<sup>177</sup> Kraakman, R., Davies, P., Hansmann, H., Hertig, G., Hopt, K., Kanda, H., Rock, E.: The Anatomy of Corporate Law - A Comparative and Functional Approach, Oxford University Press, 2004, s. 193.

<sup>178</sup> Kraakman, R., Davies, P., Hansmann, H., Hertig, G., Hopt, K., Kanda, H., Rock, E.: The Anatomy of Corporate Law - A Comparative and Functional Approach, Oxford University Press, 2004, s. 195.

zasedáních představenstva. To je oprávněno rozhodovat o poskytnutí těchto informací dalším orgánům společnosti. Na druhou stranu musí dbát svých zákonných povinností (povinnost mlčenlivosti a péče řádného hospodáře), a proto musí šíření některých informací přímo bránit, aby bylo zamezeno případnému poškození společnosti. **Představenstvo má největší přehled o veškerém dění společnosti a její hospodářské kondici, zákon mu tedy dovoluje určité informace utajovat.** V praxi je ovšem časté, že utajuje informace o oblastech, v nichž se společnosti nedaří, a tím zakrývá svá špatná manažerská rozhodnutí.

Dozorčí rada neřídí společnost a nemá přímý přístup ke všem informačním zdrojům ve společnosti. Informace získává od představenstva, které je povinno jí vyžádané informace předat. Nicméně obchodní zákoník neadresuje tuto povinnost pouze vůči představenstvu, nýbrž ji konstruuje obecně jako obecné oprávnění nahlížet do všech dokladů a záznamů týkající se činnosti společnosti (§ 197 odst. 2 ObchZ). **Ve srovnání s představenstvem dozorčí rada jako kontrolní orgán nemá tak rozsáhlý přístup k informacím ve společnosti.**

Akcionáři jsou další skupinou osob, která je nadána určitými informačními oprávněními vůči společnosti. Tato oprávnění mohou vykonávat jak vůči představenstvu tak i vůči dozorčí radě. Akcionáři však nemohou svá práva vykonávat kdykoli, ale pouze v okamžiku, kdy jsou shromážděni na valné hromadě, příp. před jejím konáním (viz procesní práva akcionáře níže). **Valná hromada kromě své hlavní funkce spočívající v zachycování vůle akcionářů (funkce rozhodovací), plní také funkci informační vůči akcionářům** (viz níže). K naplnění této funkce slouží následující informační instrumenty, které se uplatní v každé akciové společnosti bez ohledu na to, zda jsou či nejsou její akcie kótované na regulovaném trhu.

### 3.2.1.1. Pravidelné zprávy o stavu společnosti

Představenstvo informuje akcionáře o stavu společnosti prostřednictvím několika druhů pravidelných zpráv. Jsou jimi zpráva o podnikatelské činnosti společnosti a o stavu jejího majetku (§ 192 odst. 2 ObchZ) a účetní závěrka (§ 192 odst. 1 ObchZ), které nejméně jednou ročně předkládá akcionářům na řádné valné hromadě. Obě tyto zprávy tvoří podle účetních předpisů výroční zprávu.

Zvláštní význam má účetní závěrka společnosti. Na základě účetní závěrky mají akcionáři možnost se seznámit se stavem majetku, závazků, finanční situaci a výsledky hospodaření společnosti za uplynulé účetní období. Tuzemská úprava na rozdíl od jiných úprav<sup>179</sup>

<sup>179</sup> V německé právní úpravě se účetní závěrka pouze předkládá valné hromadě, není však pravidlem, aby ji valná hromada schvalovala. Ta rozhoduje pouze o hospodářské výsledku. Nicméně schvalování účetní závěrky může být do působnosti valné hromady přeneseno podle § 172 a § 173 AktG.

předepisuje do působnosti valné hromady (§ 187 odst. 1 písm. f) ObchZ) schválení účetní závěrky. Proto musí představenstvo zajistit, aby měl akcionář na valné hromadě úplnou účetní závěrku k dispozici.<sup>180</sup>

### 3.2.1.2. Informace o vztazích v koncernu

Na akciové společnosti v systému většinového vlastnictví dopadá úprava koncernového práva. České koncernové právo vychází z německého systému koncernového práva.<sup>181</sup> Pokud je akciová společnost ovládanou společností, nachází se v tzv. faktickém koncernu (tj. když ovládaná společnost neuzavřela ovládací smlouvu),<sup>182</sup> k němuž se váže povinnost každoročně vyhotovit zprávu o vztazích. Tu vypracovává představenstvo. Účelem této zprávy je informovat mimo stojící akcionáře, věřitele i potenciaální investory o vztazích v rámci koncernového seskupení. Zpráva má odhalit informace o majetkových přesunech mezi společnostmi ve skupině a poskytnout tím podnět ke spuštění kompenzačních mechanismů zakotvených v § 66a ObchZ a pomoci tak oprávněným osobám k prosazování nároků, které jim zákon přiznává.<sup>183</sup> Koncept ochrany mimostojících akcionářů a věřitelů stojí na povinnosti ovládající osoby kompenzovat ovládané osobě za každé účetní období újmu jí způsobenou<sup>184</sup>, přičemž pokud ovládající osoba tuto svoji povinnost nesplní, má ovládající osoba ze zákona povinnost nahradit takto vzniklou škodu ovládané osobě a mimostojícím akcionářům.<sup>185</sup>

Je tedy zřejmé, že jedním z důvodů, proč je povinnost zpracování zprávy o vztazích společností ukládána, je její preventivní funkce. Požadavek povinné publicity nevýhodných transakcí by měl vést k zamezení jejich vzniku. Okolnost, že nevýhodná transakce v rámci koncernu bude předmětem zprávy a že nároky na kompenzaci budou snáze doložitelné, oslabuje faktickou podřízenost společnosti koncernovým zájmům a posiluje postavení ovládané společnosti ve vztahu k osobě, která ji ovládá.<sup>186</sup> To potvrzuje německá praxe, která zprávu o vztazích jako takovou nepovažuje za účinný prostředek ochrany, nicméně vyzdvihuje její preventivní účinek.<sup>187</sup>

<sup>180</sup> Viz podrobná úprava zasilání a zpřístupňování účetní závěrky v § 192 odst. 1 ObchZ a rovněž rozhodnutí Nejvyššího soudu ze dne 31. I. 2006 sp.zn. 29 Odo 601/2004, které klade důraz na princip zpřístupnění úplné účetní závěrky akcionářům.

<sup>181</sup> Německý akciový zákon upravuje povinnost vypracovat zprávu o vztazích v § 312 – 316 AktG.

<sup>182</sup> Česká koncernová úprava je však nedůsledná, neboť na rozdíl od německé úpravy (srov. § 316 AktG) ukládá ObchZ povinnost zpracovat zprávu i tehdy, uzavřela-li společnost smlouvu o převodu zisku, nikoli též ovládací smlouvu.

<sup>183</sup> Pelikánová, I., Čech, P.: Informační povinnost emitenta registrovaného cenného papíru, Právo a podnikání 4-5/2002, s. 27.

<sup>184</sup> Viz § 66a odst. 8 ObchZ.

<sup>185</sup> Viz § 66a odst. 14 ObchZ.

<sup>186</sup> Hüfner, U.: Aktiengesetz, 2. přepracované vydání, München, C.H.Beck, 1995, s.1279.

<sup>187</sup> Doležal, T.: K určení rozsahu údajů ve zprávě o vztazích, Bulletin Advokacie 4/2003, s. 66.

**Zpráva o vztazích se předkládá valné hromadě společně s účetní závěrkou, ta ji však neschvaluje, neboť obchodní zákoník pouze zakládá právo akcionářů seznámit se s ní.**<sup>188</sup> Proto ani neúplnost zprávy o vztazích nebo její nedostatečné přezkoumání dozorčí radou či auditorem nemůže být důvodem pro vyslovení neplatnosti usnesení valné hromady o schválení účetní závěrky.<sup>189</sup> Nicméně může být důvodem pro jmenování znalce pro účely přezkoumání této zprávy (viz 3.2.1.5).

Zpráva o vztazích se společně s výroční zprávou (příp. samostatně) se ukládá do sbírky listin rejstříkového soudu. Tímto způsobem je obsah zprávy o vztazích zpřístupněn veřejnosti, neboť zde do ní může kdokoli nahlédnout. To má zcela fatální dopad na její obsah. Na rozdíl od německé úpravy, která obsah zprávy považuje za důvěrný, a zpřístupňuje jej pouze auditorovi a dozorčí radě<sup>190</sup>, vede tuzemské řešení v praxi k tomu, že společnosti do zpráv nedávají žádné konkrétní informace, kterých by mohla konkurence využít. Při zpracování zprávy o vztazích bude statutární orgán muset vždy vyřešit otázku, do jaké míry lze uvádět konkrétní údaje, a to s ohledem na ochranu obchodních údajů využitelných v obchodní soutěži zejména obchodní tajemství. Určité vodítko poskytuje Nejvyšší soud ČR, z jehož rozhodnutí<sup>191</sup> lze dovodit, že zprávou o vztazích nemá být na jedné straně prolomeno obchodní tajemství, na druhé straně je však třeba znalci pro účely přezkoumání zprávy o vztazích poskytovat i takové údaje, které jsou obchodním tajemstvím kryty. Se závěrem Nejvyššího soudu ČR koreluje i názor ČNB, podle níž je třeba vždy uvést alespoň popis obecnější povahy, kterým nebude prolomeno obchodní tajemství, a vyčíslit újmu, která emitentovi vznikla.<sup>192</sup> **Důsledkem principu úplného zpřístupnění zprávy veřejnosti dochází ke zpochybnění celého konceptu koncernového práva a ochrany oprávněných subjektů.**<sup>193</sup>

### 3.2.1.3. Informace ohledně bodů programu valné hromady

Některé kontinentální právní úpravy včetně té české poskytují akcionářům právo na informace ohledně bodů programu valné hromady. Akcionářům není poskytováno právo na jakékoli informace o společnosti, ale je omezeno na informace související s pořadem jednání valné hromady. Tuzemská právní úprava vycházejí z německé právní úpravy toto právo

<sup>188</sup> Viz § 66a odst. 9 ObchZ.

<sup>189</sup> Viz závěr rozhodnutí Nejvyššího soudu ze dne 31.1.2006 sp.zn. 29 Odo 601/2004.

<sup>190</sup> Akcionářům a veřejnosti jsou poskytnuty pouze výroky o tom, zda ovládané osobě vznikla újma a zda byla uhrazena a případně je jim poskytnut posudek znalce.

<sup>191</sup> Rozhodnutí Nejvyššího soudu ČR sp.zn. 29 Odo 371/2005.

<sup>192</sup> Viz metodika ČNB - Obsahové náležitosti výroční zprávy a konsolidované výroční zprávy emitenta kótovaného cenného papíru za rok 2008.

<sup>193</sup> Doležil, T.: K určení rozsahu údajů ve zprávě o vztazích, Bulletin Advokacie 4/2003, s. 71.

označuje jako právo na vysvětlení (v Německu je označováno *Auskunftsrecht*<sup>194</sup>). Právo na vysvětlení může být uplatňováno pouze na valné hromadě. V tom spočívá i jeho limitace, neboť může být využito pouze na valné hromadě a pouze ve vztahu ke konkrétním bodům projednávaným na valné hromadě (viz 3.2.2).

#### 3.2.1.4. Informace o strukturálních změnách ve společnosti

Pokud management zamýšlí uskutečnit významné strukturální změny ve společnosti, kterými může být dotčeno postavení akcionáře, je představenstvu ukládána povinnost zpracovat zvláštní zprávu, v níž tyto změny popíše a odůvodní. Typickým příkladem je připravovaná fúze či rozdělení nebo jiný typ přeměny<sup>195</sup>, nebo pokud má být uzavřena smlouva ovládací nebo smlouva o převodu zisku,<sup>196</sup> příp. je-li akcionářům společnosti činěna nabídka převzetí.<sup>197</sup> S těmito případy se rovněž pojí i zvláštní právo akcionářů na informace, které zákon akcionářům v souvislosti s těmito změny přiznává.<sup>198</sup> Povinnost zpracovat zvláštní písemnou zprávu je uložena představenstvu také v případě při zvýšení základního kapitálu s vyloučením předkupního práva (§ 204a odst. 5 ObchZ).

Ve všech uvedených případech zákon ukládá představenstvu, příp. dozorčí radě, aby o připravované strukturální změně byla zpracována zvláštní písemná zpráva. V této souvislosti stojí za zmínku judikatura Nejvyššího soudu ČR, která upřednostňuje splnění této informační povinnosti jako takové (např. ústně) před její písemnou formou.<sup>199</sup>

#### 3.2.1.5. Právo na přezkoumání (právo provést šetření)

Ve společnosti ovládané většinovým vlastníkem minoritní akcionáři nejenže téměř nemohou ovlivňovat dění společnosti, ale ani nemají možnost zjistit případné nesrovnalosti uvnitř společnosti. Proto některé zahraniční právní úpravy poskytují minoritním akcionářům zvláštní právo provést šetření uvnitř společnosti. Toto právo bývá realizováno prostřednictvím zvláštní osoby, která je jmenována na návrh akcionářů k přezkoumání jednotlivých operací v rámci obchodního vedení společnosti. V Německu je to institut zvláštního přezkoumání obchodního vedení společnosti prostřednictvím zvláštní osoby

<sup>194</sup> Viz německá úprava v § 131 AktG.

<sup>195</sup> Podle § 24 Zákona o přeměnách statutární orgány každé ze zúčastněných společností mají povinnost zpracovat podrobnou zprávu o přeměně.

<sup>196</sup> Podle § 190e ObchZ statutární orgán osoby, jež uzavřela ovládací smlouvu nebo smlouvu o převodu zisku, vyhotoví písemnou zprávu pro společníky nebo členy, v níž vysvětlí důvody uzavření smlouvy a zejména objasní výši vyrovnání a odškodnění.

<sup>197</sup> Podle § 16 Zákona o nabídkách převzetí členové představenstva a dozorčí rady společnosti zpracovávají písemné stanovisko k nabídce převzetí.

<sup>198</sup> Viz § 34 Zákona o přeměnách a § 190h ObchZ.

<sup>199</sup> Nejvyšší soud ČR ve svém rozhodnutí ze dne 26.6.2007, sp. zn. 984/2005 dospěl k závěru, i když není dodržena písemná forma poskytnutí informace, dojde k porušení zákona, nemá takové porušení závažné právní následky odůvodňující prohlášení usnesení valné hromady za neplatné.

k tomu jmenované, tzv. *Sonderprüfer*, kterou za tímto účelem jmenuje valná hromada.<sup>200</sup> Pokud se akcionářům na valné hromadě nepodaří jmenování této osoby prosadit, mohou se obrátit soud. V takovém případě se však musí jednat o skutečnosti, pro které svědčí důkazy o nepoctivém jednání nebo vážném porušení zákona nebo stanov.<sup>201</sup> Jmenovaný *Sonderprüfer* má právo přezkoumat veškeré účetní knihy a dokumenty a jiné majetkové předměty.

Tuzemské právo tento institut v takto širokém pojetí nezná. Akcionáři uvedení v § 181 odst. 1 ObchZ mají pouze dvě možnosti, jak provádět určitá šetření obchodních rozhodnutí představenstva. Podle § 182 odst. 1 písm. b) ObchZ mohou požádat dozorčí radu, aby přezkoumala výkon působnosti představenstva v záležitostech, které akcionáři určí. To sice může vést k určitým zjištěním, nicméně ve většinovém systému bude dozorčí rada obsazena osobami reprezentujícími většinového vlastníka, proto tento instrument nezaručuje akcionářům nezávislé přezkoumání. Vyšší zárukou nezávislosti přezkumu by pro akcionáře mohla být osoba, kterou si sami vyberou anebo ji vybere soud (např. znalec). O jmenování soudního znalce mohou akcionáři požádat v druhém případě podle § 182 odst. 3 ve spojení s § 66a odst. 12 ObchZ, který může být jmenován pouze pro přezkoumání zprávy o vztazích. Rozsah přezkumu uvnitř společnosti nezávislým znalcem je tedy velmi omezen. Nicméně jelikož jde o zprávu o vztazích, jejímž účelem je zachytit vztahy a finanční toky ve faktickém koncernu, lze se domnívat, že znalec by měl mít možnost přezkoumat veškeré smluvní a finanční vztahy mezi společností a ovládající osobou včetně dalších propojených osob. Tím by teoreticky mělo dojít k odhalení veškerých nestandardních dohod a převodů majetků mezi společností a ovládající osobou, které by jinak mohly poškozovat minoritní akcionáře. ***De lege ferenda lze doporučit rozšíření tohoto práva akcionářů na provádění šetření jakýchkoli obchodních rozhodnutí představenstva v jeho působnosti, které za stávající úpravy může provádět pouze dozorčí rada.*** Rozšíření tohoto práva minoritních akcionářů by bylo i v souladu s doporučeními přicházejícími z Evropské unie, která zavedení zvláštního práva na šetření (*special investigation right*) doporučuje jako jeden z mechanismů k zajištění rozšíření odpovědnosti členů orgánů společnosti.<sup>202</sup>

### 3.2.2. Akcionářské právo na vysvětlení

Z výše uvedeného přehledu obchodněprávních informačních instrumentů lze z hlediska ochrany akcionářů považovat za nejvýznamnější akcionářské právo na vysvětlení, proto mu

<sup>200</sup> Viz § 142 odst. 1 AktG.

<sup>201</sup> Viz § 142 odst. 2 AktG.

<sup>202</sup> Viz Akční plán Komise, s. 16.

zde bude věnována bližší pozornost. Toto právo v první řadě slouží akcionáři k tomu, aby mohl vykonat hlasovací právo s dostatečným informačním základem.<sup>203</sup> Účel, pro který může toto právo akcionář uplatňovat, se však neomezuje pouze na přípravu hlasování na valné hromadě, ale rovněž na uplatnění dalších práv akcionáře. Jeho uplatnění však není bezbřehé. **Účelem práva na vysvětlení není poskytnout akcionářům instrument k tomu, aby měli nárok na obsáhlé informace o veškerém dění ve společnosti, nýbrž by měl sloužit pouze jako nástroj k utváření akcionářské vůle na valné hromadě.**

### 3.2.2.1. Základní kontury tuzemského práva na vysvětlení

Česká právní úprava zakotvená v § 180 odst. 1, 3 a 4 ObchZ vychází z německé právní úpravy, nicméně jí chybí detailnější rozpracování, které by bránilo zneužívání tohoto práva, jak ze strany akcionářů tak i jeho popření ze strany představenstva. Právo na vysvětlení náleží každému akcionáři. To znamená, že jej může vykonávat každý akcionář, byť vlastní pouze jednu akcii. Zároveň jde o právo individuální, které pramení z členství akcionáře ve společnosti, tudíž jej akcionář vykonává ve svém vlastním zájmu a nikoli v zájmu valné hromady jako orgánu společnosti.<sup>204</sup> Toto právo může vykonat i akcionář, který je zbaven hlasovacího práva. Podmínky omezující výkon tohoto práva jsou stejné jako v německé úpravě.<sup>205</sup> Akcionář může vykonat toto právo (i) *pouze na valné hromadě*, může žádat o vysvětlení (ii) *záležitostí týkajících se společnosti*, přičemž takové vysvětlení (iii) *musí být potřebné pro posouzení předmětu jednání valné hromady*.

Tuzemská úprava vůbec nereaguje na situace, kdy v důsledku vlivu většinového akcionáře jsou tomuto akcionáři poskytovány určité informace mimo valnou hromadu. V takovém případě se dostává tento do akcionář do informační výhody oproti ostatním akcionářům. Německá úprava zvýhodnění tohoto akcionáře narovnává výslovnou povinností poskytnout stejnou informaci i ostatním akcionářům na valné hromadě, pokud o ni požádají.<sup>206</sup> Tento závěr zřejmě však půjde dovést i u nás ze zásady stejného zacházení s akcionáři. Toto pravidlo bude platit dvojnásobně pro kótovanou akciovou společnost, na níž dopadá ad-hoc informační povinnost (viz níže).

Z hlediska věcného se právo na vysvětlení musí týkat pouze předmětu jednání valné hromady, tzn. jejích bodů. To sice akcionáře do určité míry omezuje v uplatňování tohoto práva. Avšak vzhledem k tomu, že v rámci řádné valné hromady bývá vždy jako jeden z bodů

<sup>203</sup> Německá právní věda přisuzuje tomuto právu funkci nástroje na vytváření vůle pro odevzdávání hlasů (*Willensbildungsinstrument zur Stimmabgabe*) viz Kubis in *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, 2. Auflage, Verlag C.H.Beck, 2004, § 131 Rn. 2.

<sup>204</sup> Raiser, T., Veil, R.: *Recht der Kapitalgesellschaften*, 4. Auflage, 2006, s. 236.

<sup>205</sup> Viz německá právní úprava v § 131 odst. 1 AktG: „Jedem Aktionär ist auf Verlangen in der Hauptversammlung vom Vorstand Auskunft über Angelegenheiten der Gesellschaft zu geben, soweit sie zur sachgemäßen Beurteilung eines Punktes der Tagesordnung erforderlich ist.“

<sup>206</sup> Viz ustanovení v § 131 odst. 4 AktG.

programu předložení účetní závěrky ke schválení akcionářům (včetně návrhu na rozdělení zisku, případně způsobu úhrady ztráty), tento bod nabízí akcionářům velmi široké pole pro uplatnění práva na vysvětlení. Pokud např. společnost musí rozhodnout o úhradě ztráty, pak bude představenstvo vždy muset odpovědět akcionáři, jak vznikla ztráta společnosti.<sup>207</sup>

### 3.2.2.2. Kdy lze odepřít poskytnutí vysvětlení

Jelikož právo na vysvětlení může uplatnit kterýkoliv akcionář, může se stát, a často se tomu tak v praxi děje, nástrojem šikany ze strany akcionářů, zvláště pak na valných hromadách s velkým počtem akcionářů. Zákon proto nastavuje řadu limitů, které brání zneužití tohoto práva. Obchodní zákoník v § 180 odst. 4 ObchZ stanoví důvody, kdy představenstvo může odmítnout poskytnutí informací. Může tak učinit jestliže:

- (i) jestliže z pečlivého podnikatelského uvážení vyplývá, že by mohlo její poskytnutí přivodit společnosti újmu – půjde o takové informace, které by se jejich poskytnutím na valné hromadě mohly dostat ke konkurentům společnosti;
- (ii) jde o vnitřní informaci dle definice v § 124 odst. 1 ZPKT;
- (iii) je předmětem obchodního tajemství;
- (iv) jde o utajovanou informaci podle zvláštního předpisu.

Převládající praxe na českých valných hromadách je taková, že členové představenstva se staví k poskytování informací velmi zdrženlivě a zpravidla odmítají poskytovat jakékoli informace s odůvodněním, že jde o obchodní tajemství nebo že by poskytnutí takové informace mohlo přivodit společnosti újmu. Toto chování je zcela logické, neboť představenstvo jako držitel všech informací a zároveň autorita rozhodující o uvolňování informací, nebude mít zájem na podkopávání své pozice. Na druhou stranu tento postoj lze odůvodnit i zásadou péče řádného hospodáře a povinností mlčenlivosti, neboť dokud jsou informace o obchodních záležitostech společnosti drženy v tajnosti, nemůže vzniknout společnosti újma v tom, že by ji využil někdo jiný, zejména konkurent. Jediným rizikem, které společnost ohrožuje, jsou samotní členové vedení společnosti, kteří by těchto informací mohli také zneužít.

Odmítne-li představenstvo informaci poskytnout, zákonná úprava dává akcionáři možnost obrátit se v druhé instanci na dozorčí radu, která rozhodnutí představenstva přezkoumá.<sup>208</sup> Ta však zpravidla nemá přístup k všem informacím a navíc lze předpokládat, že se přikloní na

<sup>207</sup> Viz rozhodnutí Nejvyššího soudu ČR ze dne 3.1.2002 sp.zn. 29 Odo 400/2001.

<sup>208</sup> Přípravovaná rekonstrukce obchodního zákoníku (§ 306) ještě více omezuje právo akcionáře požádat o přezkoumání rozhodnutí představenstva o odmítnutí poskytnutí informace. Přezkumu dozorčí rady nepodléhají informace odmítnuté proto, že jde o vnitřní informaci nebo utajovanou skutečnost, nebo pokud by poskytnutí informace zakládalo trestní odpovědnost představenstva.



stranu představenstva. Dozorčí radu proto nelze považovat za vhodný přezkumný orgán. Jestliže ani dozorčí rada k poskytnutí informace neumožní, může se akcionář obrátit na soud se žalobou o poskytnutí informace. Na rozdíl od úpravy německé,<sup>209</sup> která rovněž opravňuje akcionáře se poskytnutí informace domáhat u soudu, tuzemská úprava k řízení o poskytnutí takové informace nestanoví nic bližšího.

Neoprávněné odepření práva na vysvětlení může mít dalekosáhlý dopad na přijatá rozhodnutí valnou hromadou, kde došlo k odepření práva na vysvětlení. **Je nepochybné, že takové jednání je porušením zákona a pokud by bylo shledáno porušením závažným, odůvodňovalo by vyslovení neplatnosti dotčeného usnesení.**<sup>210</sup> Tento závěr potvrzuje i bohatá německá judikatura, kde žaloba na neplatnost rozhodnutí valné hromady, které bylo učiněno na základě neúplných informací může být napadeno u soudu podle § 243 AktG, je hojně využívána a zneužívána akcionáři v Německu.

### 3.2.2.3. Právo na vysvětlení *de lege ferenda*

Úprava akcionářského práva na informace související s pořadem jednání valné hromady se dostala i na komunitární úroveň v rámci snahy EU o posílení akcionářských práv. Ta by měla toto akcionářské právo sjednotit ve všech členských státech, příp. zcela nově zakotvit tam, kde chybělo (např. Velká Británie, Francie, Nizozemí).<sup>211</sup> Směrnice o akcionářských právech v čl. 9 toto právo označuje jako právo klást otázky (*right to ask questions*) související s body pořadu jednání valné hromady a formuluje jej jako právo každého akcionáře klást otázky související s body jednání valné hromady. To znamená, že toto právo neomezuje pouze na zasedání valné hromady, nýbrž jej umožňuje vykonat i před konáním valné hromady. Tím ponechává členským státům prostor, zda toto právo bude možné vykonat i před konáním valné hromady. V každém případě se váže pouze k bodům programu valné hromady. Komunitární úprava zároveň zjednodušuje způsob plnění odpovídající povinnosti společnosti vůči akcionářům, když připouští poskytovat akcionářům souhrnnou odpověď na otázky stejného obsahu. To může být provedeno např. zpřístupněním odpovědi na internetu ve formě otázek a odpovědí, tzv. často kladené dotazy (*frequently asked questions – FAQ*). Tím Směrnice vychází vstříc společnostem, které jsou na valných hromadách terčem akcionářů, kteří zneužitím tohoto práva sledují jiné cíle než získání informace k předmětu jednání valné hromady.

<sup>209</sup> Podle § 132 odst. 2 AktG je akcionář, který se dožadoval informace a nedostal ji, oprávněn žádat o poskytnutí informace prostřednictvím soudu, kterým může poskytnutí informace nařídit.

<sup>210</sup> Viz např. Rozhodnutí Nejvyššího soudu ČR ze dne 5.11.1997 sp.zn. I Odon 74/96.

<sup>211</sup> Noack, U.: The Shareholder Rights Directive (Die Aktionärsrechte-Richtlinie), Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf - Juristische Fakultät, Center for Business and Corporate Law Research Paper Series, No. 0034 (05/2008).

Jak bylo vyloženo výše, podle platné právní úpravy akcionář může požadovat informace pouze na valné hromadě a nikoli mimo ní. Návrh harmonizační Novely ObchZ právo na vysvětlení mimo zasedání valné hromady nerozšiřuje. Pouze přebírá komunitární úpravu souhrnné odpovědi, která by měla usnadnit pozici členů představenstva společnosti na valné hromadě, které bývá terčem dotazů. Novelizace vedle toho stanoví domněnku poskytnutí vysvětlení, pokud je uveřejněno na internetových stránkách společnosti.<sup>212</sup>

Stávající úprava nestanoví nic o tom, zda by předseda valné hromady jako orgán valné hromady mohl rozhodovat o poskytování informací akcionářům. Literatura zatím dovozuje, že zmocnění předsedy k odmítnutí poskytnutí informací by bylo možné poskytnout pouze v případě posouzení, zda se jedná o záležitost potřebnou k posouzení předmětu jednání valné hromady.<sup>213</sup> V ostatních případech by předseda valné hromady toto právo nemohl vykonávat, neboť podle výslovné úpravy v § 180 odst. 4 ObchZ zákonné právo odmítnout vysvětlení přísluší pouze představenstvu, a jako takové nemůže být přeneseno na jiný orgán. Pro praxi na valných hromadách by přitom bylo velmi přínosné, kdyby bylo možné např. ve stanovách zmocnit předsedu valné hromady činit rozhodnutí o způsobu zodpovídání dotazů akcionářů. Této možnosti hojně využívají velké německé kótované společnosti<sup>214</sup>, kde výslovná úprava dává možnost zmocnit předsedajícího k tomu, aby právo akcionářů klást otázky omezil časově a určil další podrobnosti.<sup>215</sup> *De lege ferenda* lze doporučit, aby zákon úpravu práva na vysvětlení rozšířil i o procesní otázky, které by umožňovaly zmocnit předsedu valné hromady k rozhodování o způsobu poskytování vysvětlení a mohl určit další podrobnosti.

#### **3.2.2.4. Konflikt práva na vysvětlení a právní regulací kapitálového trhu**

U kótovaných společností se akcionářské právo na vysvětlení dostává do střetu s právní regulací toku informací na kapitálovém trhu. Akcionářské právo na vysvětlení se může dostat do přímého konfliktu zejména s povinností mlčenlivosti o vnitřních informacích podle § 124 odst. 4 ZPKT, kterou mají povinnost zachovávat zasvěcené osoby, ale rovněž s obecnou zásadou rovného zacházení uvedenou v § 120 odst. 1 písm. a) ZPKT. Akcionáři požadovaná informace může naplňovat znaky vnitřní informace. I když zákaz poskytovat vnitřní informace má širší rozsah, uvnitř společnosti dopadá především na členy orgánů společnosti. Představenstvo je proto regulací práva kapitálového trhu omezeno v poskytování informací

<sup>212</sup> Viz návrh nového ustanovení v § 180 odst. 5 ObchZ.

<sup>213</sup> *Dědič, J. a kol.: Obchodní zákoník. Komentář, 1. vydání, III. díl, Praha, Polygon 2002, s. 1802.*

<sup>214</sup> Deutsche Telekom AG, Daimler AG.

<sup>215</sup> Viz § 131 odst. 2 AktG.

mající povahu vnitřní informace. Pokud by totiž představenstvo poskytlo tuto informaci akcionářům na valné hromadě, měla by tato skupina osob informační výhodu před ostatními účastníky kapitálového trhu, neboť ti by mohli těchto informací využít k nákupu nebo prodeji akcií. Takové chování představuje typický příklad vnitřního obchodování (*insider trading*). Právo kapitálového trhu vytváří nový důvod pro odepření poskytnutí informací akcionářům, na něž by jinak akcionáři měli právo. Tento důvod obchodněprávní úprava výslovně zakotvila v ustanovení § 180 odst. 4 ObchZ, který je sice formulován jako právo poskytnutí informace odmítnout. Nicméně s ohledem na výslovný zákaz založený právem kapitálového trhu **lze jednoznačně dovodit, že představenstvo má vždy povinnost poskytnutí informace, jež naplňuje znaky vnitřní informace, odmítnout. Cíl práva kapitálového trhu zabránit nerovnému šíření informací má v tomto případě nepochybně přednost před individuálním právem akcionáře.**

Odmítne-li představenstvo poskytnutí informace s odvoláním na tento důvod, bude nutné se ptát, zda kótovaná společnost neporušila svoji průběžnou (*ad-hoc*) informační povinnost vůči kapitálovému trhu podle § 125 odst. 1 ZPKT. Společnost nemůže s uveřejněním vnitřní informace otálet, neboť zákon ji ukládá uveřejnit takovou informaci bezodkladně (§ 127 ZPKT). Pokud informaci bezodkladně neuveřejní vystavuje se riziku sankcí ze strany ČNB, jejichž výše podle rozhodovací praxe ČNB s přibývajícím dnem narůstá. Společnost má jedinou možnost, jak legálně uveřejnění vnitřní informace odložit. Tím je postup podle § 125 odst. 2 ZPKT, podle něhož lze uveřejnění odložit za předpokladu, že: (i) jde o závažné důvody, (ii) veřejnost není klamána, (iii) emitent je schopen zajistit důvěrnost informace a (iv) odložení uveřejnění je oznámeno ČNB.

Představenstvo by mělo vždy velmi pečlivě uvážit z jakého důvodu odmítne poskytnout informace akcionářům na valné hromadě. Pokud tak učiní z důvodu toho, že informace naplňuje znaky vnitřní informace, nelze vyloučit, že odmítnutý akcionář oznámí tento důvod ČNB, která by mohla tuto záležitost začít šetřit, což může mít pro společnost sankční následky. **Můžeme uzavřít, že odmítnutím poskytnutím informace z uvedeného důvodu je založena buď ad-hoc informační povinnost společnosti anebo povinnost oznámit odložení uveřejnění informace.**

### 3.3. Právo na informace na kapitálových trzích

Pravidla transparency a průhlednosti na kapitálových trzích jsou jedním z hlavních proudů, kterým dochází ke sjednocování akciového práva kótovaných společností v Evropské unii.

Tuzemská právní úprava kapitálového trhu je založena na přejímání harmonizačních požadavků komunitárního práva, resp. z rámce, který komunitární právo pro tuto regulaci poskytuje. Ve vztahu ke společnostem, jejichž akcie jsou obchodovány na regulovaném trhu, je příslušná úprava soustředěna v zákoně o podnikání na kapitálovém trhu (ZPKT), kde jsou obsaženy všechny zákonné informační povinnosti, která na tyto společnosti dopadají. Zákonná pravidla vychází z těchto evropských směrnic:

- (a) *Směrnice o prospektu*, která obsahuje pravidla počáteční informační povinnosti emitenta pro kótaci cenných papírů na regulovaném trhu (čl. 3 a násl.),
- (b) *Transparenční směrnice*, která obsahuje pravidla pravidelné informační povinnosti emitenta (čl. 4-8) a pravidla oznamovací povinnosti akcionáře o nabytí akciových podílů (čl. 9-16) a
- (c) *Směrnice o zneužití trhu*, v níž jsou obsaženy pravidla průběžné informační povinnosti emitenta (čl. 6).

O komunitární regulaci můžeme říci, že její hlavní přínos spočívá ve sjednocení informačních povinností pro ty emitenty, jejichž akcie jsou přijaty k obchodování na regulovaných trzích ve více členských státech Evropské unie (přeshraniční kótace). Transparenční směrnice vymezuje domovský stát (*Home Member State Rule*)<sup>216</sup>, který má klíčový význam pro stanovení rozhodného práva, jímž se řídí povinnosti transparence emitenta. Takového emitenta pak nelze nutit, aby vyhověl pravidlům hostitelského státu, je-li v něm rovněž kótován.<sup>217</sup>

Nicméně přístup evropského regulátora k regulaci v jednotlivých směrnicích se liší. Na rozdíl od Směrnice o prospektu, která je příkladem *maximální harmonizace* na poli evropského práva cenných papírů, Transparenční směrnice má povahu normy ukládající členským státům *minimální harmonizační požadavky*. To dává členským státům široký manévrovací prostor při transpozici do národní legislativy a tím i možnost přijmout podstatně přísnější požadavky. Přísnější požadavky národních úprav označované jako tzv. „pozlacování“ (*gold plating*) jsou považovány za negativní jev, neboť vedou k vyšším nákladům jak na straně emitenta tak i na straně investorů.<sup>218</sup>

<sup>216</sup> Viz definice „domovského členského státu“ v čl. 2 odst. 1, písm. i) Transparenční směrnice.

<sup>217</sup> Čl. 3 odst. 2 Transparenční směrnice. S tím souvisí i jazyk povinně zveřejňovaných zpráv a informací. Dle čl. 20 Transparenční směrnice se jazyk primárně váže na domovský stát. V hostitelských státech emitent musí publikovat regulované informace v jazyce akceptovaném orgánem dozoru anebo v jazyce obvyklém ve světě mezinárodních financí, tj. angličtina.

<sup>218</sup> Přísnější požadavky národních úprav lze nalézt např. při stanovení určitých lhůt pro uveřejnění informací, které jsou zkracovány, přísnějších pravidlech pro oznamování obchodování s vlastními akciemi a pravidlech na obsah finančních zpráv. Viz podrobné srovnání v pracovním dokumentu Evropské komise - Commission staff working document, Report on more stringent national measures concerning Directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market, 10.12.2008 dostupné na [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/transparency/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/transparency/index_en.htm).

Tuzemská pravidla transparency a průhlednosti dopadající na kótované akciové společnosti je tedy nutné zkoumat souběžně s komunitární úpravou, neboť ta je rozhodná pro interpretaci národní úpravy.

### 3.3.1. Kapitálové informační povinnosti

Na regulovaných trzích je tok informací předmětem přísné právní regulace, která je založena na principu regulované informace (*regulated information*),<sup>219</sup> který představuje povinnost uveřejnit veškeré informace, jejichž uveřejnění ukládá Transparenční směrnice a čl. 6 Směrnice o zneužití trhu. V kótované akciové společnosti postihuje právní regulace dvě skupiny subjektů, kterým adresuje informační povinnosti – akciové společnosti a akcionáře.

Akcionářům je ukládána oznamovací povinnost o nabytí nebo pozbytí významné účasti na kótované společnosti. Informace o vlastnické struktuře akciové společnosti a o její změně může být totiž zcela zásadní pro ostatní účastníky trhu. Přitom bez právní regulace by se tyto informace na kapitálový trh nedostaly. Oznamovací povinnost se aktivuje při dosažení určitého vlastnického prahu, resp. podílu na hlasovacích právech, přičemž tyto prahy bývají v jednotlivých zemích nastaveny odlišně v závislosti na převažující vlastnické struktuře. V USA se lze setkat počátečním prahem 10 %<sup>220</sup>, který v rozptýleném vlastnickém systému lze považovat za poměrně vysoký. V Evropské unii Transparenční směrnice začíná na počáteční hranici 5 %, <sup>221</sup> která byla převzata většinou členských zemí.<sup>222</sup> Česká právní úprava se ovšem zařadila po bok zemí, které zvolily přísnější regulaci (např. Velká Británie, Německo) a do svých právní řádů zakotvily nižší hranici pro vznik oznamovací povinnosti, která začíná již na 3%<sup>223</sup> podílu na všech hlasovacích právech. **Požadavek na oznamování podílu na hlasovacích právech při takto nízké hranici lze v tuzemském většinovém systému považovat za přehnaný, který zbytečně zatěžuje investory obchodující na kapitálovém trhu.**

Druhým adresátem právní regulace kapitálového trhu je akciová společnost jako emitent akcií na regulovaném trhu. Kótované akciové společnosti je ukládáno několik druhů informačních povinností, které můžeme z hlediska jejich četnosti rozdělit na jednorázové a opakující se informační povinnosti. Jednorázovou informační povinností je počáteční

<sup>219</sup> Viz definice "regulované informace" v čl. 2 odst. 1, písm. k) Transparenční směrnice.

<sup>220</sup> § 16 Securities Exchange Act ve znění 403 SOX.

<sup>221</sup> Čl. 9 odst. 1 Transparenční směrnice.

<sup>222</sup> Viz srovnávací analýza v pracovním dokumentu Evropské komise - Commission staff working document, Report on more stringent national measures concerning Directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market, 10.12.2008 dostupné na [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/transparency/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/transparency/index_en.htm).

<sup>223</sup> Viz § 122 odst. 1 ZPKT. Tato hranice ovšem platí pouze pokud základní kapitál emitenta činí více než 100.000.000 Kč. Pokud půjde z hlediska základního kapitálu o menší společnost, počáteční hranice začíná na 5% a pokračuje již v souladu s Transparenční směrnicí, tj. 10, 15, 20, 25, 30, 40 50 a 70%.

informační povinnost, která se pojí s prvotním vstupem společnosti na burzu (IPO) a spočívá v povinnosti zpracovat a uveřejnit prospekt.<sup>224</sup> Akciová společnost musí přitom splňovat zejména podmínky z hlediska rozsahu emise (minimálně 200.000 EUR<sup>225</sup> a minimální počet 100 investorů). Prospekt je obsáhlý dokument, který má poskytnout investorům *nezbytné informace k zasvěcenému posouzení nabízeného cenného papíru a práv s ním spojených, majetku a závazků, finanční situace, zisku a ztrát, budoucího vývoje podnikání a finanční situace emitenta*<sup>226</sup> k datu vydání akcií na burze. Po vstupu na burzu přestávají být informace obsažené v prospektu aktuální. Právní regulace proto ukládá kótovaným společnostem opakující se (pravidelné a průběžné) informační povinnosti, na základě nichž by měla být investorská veřejnost informována vývoji kótované společnosti.

V následujících kapitolách se blíže podíváme na kritérium vzniku informační povinnosti (3.3.2), jaké složky informační povinnosti tvoří (3.3.3), jakými principy se poskytování informací trhu řídí (3.3.4) a jaké informace (3.3.5) a jakým způsobem jsou trhu poskytovány (3.3.6).

### **3.3.2. Kritérium vzniku informační povinnosti**

Rozhodným kritériem, které zakládá vznik informační povinnosti akciové společnosti, je přijetí akcií (kotace) emitenta k obchodování na regulovaném trhu. Přijetím Transparenční směrnice došlo v Evropské unii k rozšíření informačních a dalších povinností na všechny emitenty cenných papírů, kteří byli přijati k obchodování v kterékoli části regulovaného trhu. Ke vzniku informační povinnosti tedy postačuje přijetí na regulovaný trh v některém z členských států Evropské unie.<sup>227</sup> Naproti tomu ve státech mimo Evropskou unii (např. v USA<sup>228</sup> nebo v Japonsku<sup>229</sup>) jsou kritéria pro vznik informační povinnosti konstruována poněkud širěji. Nepojí se pouze s přijetím k obchodování na národním regulovaném trhu ale vážou se třeba také na určitý typ registrace.

#### **3.3.2.1. Regulovaný trh**

V prostoru Evropské unie je pro vznik informačních povinností nezbytné zkoumat definici regulovaného trhu v evropském právu. Na poli českého práva byla harmonizace

<sup>224</sup> Viz § 35 odst. (1) ZPKT. Povinnost uveřejnit prospekt neplatí, je-li nabídka cenných papírů určena výhradně kvalifikovaným investorům nebo investorům s nejnižší možnou investicí ve výši 50.000 EUR, příp. jmenovitá hodnota bude odpovídat 50.000 EUR.

<sup>225</sup> § 34 odst. (3) písm. g) ZPKT.

<sup>226</sup> Viz definice obsahu prospektu uvedená v § 34 odst. 1 ZPKT.

<sup>227</sup> Viz čl. 1 odst. 1 Transparenční směrnice.

<sup>228</sup> V USA podléhá pravidlené informační povinnosti takový emitent, který má povinnost registrovat se podle § 12 (g) 1934 Securities Exchange Act a pravidla 12g-1, což musí učinit, pokud je kótován na národní burze, má více jak 750 akcionářů a majetek přesahující 10 mil. dolarů (bez ohledu zda je kótován) nebo emitovat akcie, které byly registrovány podle § 15 (d) 1934 Securities Exchange Act.

<sup>229</sup> V Japonsku podléhají informační povinnosti nikoli pouze emitenti kótovaní na burze, ale také emitenti, jejichž akcie jsou registrovány u Japan Securities Dealers Association (JSDA), emitenti, kteří dříve emitovali akcie a společnosti s 500 a více akcionáři.

v této oblasti dokončena zákonem č. 230/2008 Sb., kterým byl novelizován ZPKT s účinností od 1.7.2008.<sup>230</sup> V důsledku toho byla zavedena definice „kótovaného investičního nástroje“, kterým je investiční nástroj přijatý k obchodování na regulovaném trhu kdekoli v Evropské unii. Z tohoto důvodu došlo k posunu významu „kótovaný“, neboť tím již nelze rozumět přijetí k obchodování na oficiální trh, jako tomu bylo doposud. Dřívější segmentace trhu na oficiální a neoficiální, burzovní a mimoburzovní přestala hrát v komunitárním právu svoji roli.<sup>231</sup> Podle platné úpravy dle § 55 ZPKT se regulovaným trhem rozumí „*trh s investičními nástroji organizovaný organizátorem regulovaného trhu v souladu s povolením ČNB, na kterém se obchoduje pravidelně a který má stanovená pravidla pro přijímání investičních nástrojů k obchodování na regulovaném trhu, pravidla pro obchodování na regulovaném trhu a pravidla přístupu na regulovaný trh.*“ Jedním ze segmentů regulovaného trhu se stává oficiální trh, pro nějž platí přísnější požadavky (viz § 65 ZPKT). Dosavadní volný trh byl nahrazen institutem mnohostranného obchodního systému. Emitenti, jejichž cenné papíry jsou obchodovány v tomto obchodním systému, nemají povinnost plnit rozsáhlé informační povinnosti, které předepisuje zákon pro regulovaný trh.

### 3.3.2.2. Burza

O přijetí akcií akciové společnosti na regulovaný trh rozhoduje příslušná burza, resp. příslušný orgán burzy. V případě pražské burzy (BCPP) je to výbor pro kotaci. Jsou-li splněny veškeré podmínky pro přijetí (kotační podmínky) obsažené v burzovních pravidlech, burza rozhodne o přijetí emise akcií k obchodování svém trhu. V současnosti jsou v České republice organizovány dva burzovní trhy Burzy cenných papírů Praha je to RM-SYSTÉM, česká burza cenných papírů, jenž měl donedávna status mimoburzovního trhu, ale v důsledku legislativních změn se transformoval od 1.12.2008 na burzu.

Burza cenných papírů Praha (BCPP) je z hlediska významu a objemů obchodovaných cenných papírů významnější regulovaný trh s investičními nástroji. Regulovaný trh se dělí na oficiální trh s cennými papíry a speciální trh s investičními nástroji, které nejsou cennými papíry (např. futures). V rámci své kompetence člení burza pro větší transparentnost oficiální trh na 2 segmenty – trh hlavní a trh volný<sup>232</sup>.

Hlavní trh je prestižním trhem, na nějž jsou ze strany BCPP kladeny vyšší právní požadavky. Z přijetí emise na hlavní trh vyplývají pro emitenta především širší informační

<sup>230</sup> Do této doby vymezoval ZPKT trhy dva, a to: (i) trh regulovaný s přísnými nároky na informační povinnosti emitentů atd. a (ii) trh volný, jehož regulace byla ponechána na organizátorovi trhu. Pro úplnost lze dodat, že před platností ZPKT, tj. 1.4.2004, používali právní předpisy pojem „veřejný trh“.

<sup>231</sup> Čech, P.: Nová směrnice ES o povinnostech emitentů kótovaných cenných papírů, Právní zpravodaj 3/2005.

<sup>232</sup> Do 1.7.2007 BCPP organizovala ještě trh vedlejší, který však byl sloučen s trhem hlavním.

povinnosti, které jdou nad rámec zákonných povinností. Vymezení informačních povinností, které musí společnosti na hlavním trhu povinny plnit, je obsaženo v Burzovních podmínkách.<sup>233</sup> V současnosti (stav k 22.12.2008) je na hlavním trhu kótováno 17 akciových společností, přičemž v systému SPAD (Systém pro podporu trhu a akcií a dluhopisů), kde jsou obchodovány nejlikvidnější akcie, je pouze pět českých emitentů – ČEZ, Telefónica O2, Komerční banka, UNIPETROL a PHILIP MORRIS ČR.

Volný trh je součástí oficiálního regulovaného trhu BCPP a je určený pro ostatní společnosti, které chtějí, aby jejich kótované investiční nástroje (akcie) byly obchodovány na regulovaném trhu. Na tomto trhu však nejsou na emitenty kladeny nadzákonné informační povinnosti. Rozsah informačních povinností odpovídá povinnostem uvedeným v ZPKT. V současnosti (stav k 22.12.2008) je na volném trhu kótováno 12 akciových společností.

### **3.3.3. Složky informační povinnosti**

Pro primární trh je základním nástrojem transparency prospekt cenného papíru, kterým emitent přicházející na regulovaný trh poskytne účastníkům kapitálového trhu prvotní informace o sobě. Pro sekundární trh je nástrojem transparency jak prospekt cenného papíru tak pravidelná informační povinnost ve formě výročních, pololetních a čtvrtletních zpráv. V obou případech jde o soubor informací, které jsou shromážděny v určitém dokumentu a které se vztahují k určitému časovému okamžiku. Pravidelná informační povinnost by měla investorům a akcionářům poskytovat v pravidelných intervalech ucelený obraz o cenném papíru a emitentovi.<sup>234</sup>

Jelikož časové prodlení při poskytování informací trhu prostřednictvím pravidelné zprávy by mohlo poškodit trh, mají kótované společnosti povinnost poskytovat trhu průběžné informace o relevantních skutečnostech v okamžiku, kdy k nim dochází.

Pro akciové společnosti, které již byly přijaty k obchodování na regulovaném trhu, to znamená, že musí plnit informační povinnost tím, že trhu poskytuje pravidelné zprávy a průběžně poskytuje další informace.

#### **3.3.3.1. Pravidelná informační povinnost**

Pravidelnými komunikačními nástroji kótované společnosti jsou **výroční zpráva**, **pololetní zpráva** a **čtvrtletní zprávy**. Společnost formou těchto zpráv informuje akcionáře,

<sup>233</sup> Viz čl. 8 Podmínek pro přijetí na hlavní trh a v časovém harmonogramu, který je součástí těchto podmínek.

<sup>234</sup> Pelikánová, I., Čech, P.: Informační povinnost emitenta registrovaného cenného papíru, Právo a podnikání 4-5/2002, s. 18.



věřitele o své majetkové, finanční a výnosové situaci k určitému rozhodnému dni. Podle § 118 odst. 1 ZPKT emitent kótovaného cenného papíru<sup>235</sup> je povinen uveřejnit<sup>236</sup> výroční zprávu (a konsolidovanou) do 4 měsíců od skončení účetního období a zaslat ji ČNB. Zpráva se uveřejňuje v českém jazyce. Emitenti se sídlem v zahraničí nemusí vypracovávat zprávu v češtině, postačuje v její vyhotovení v anglickém jazyce.

**Výroční zpráva** kótované společnosti musí obsahovat náležitosti požadované Zákonem o účetnictví, obchodním zákoníkem a dále musí splňovat obsahové náležitosti uvedené v § 118 odst. 4 ZPKT. Požadované obsahové náležitosti výroční zprávy shrnuje ČNB ve svém dokumentu,<sup>237</sup> který slouží pro kótované společnosti jako vodítko. Výroční zpráva se rozděluje na tyto základní části:

- Účetní závěrka ověřená auditorem - pokud společnost má majetkovou účast, která podléhá povinné konsolidaci, má povinnost sestavit konsolidovanou výroční zprávu obsahující konsolidovanou účetní závěrku<sup>238</sup>
- Zpráva o auditu<sup>239</sup> - není-li účetní závěrka ověřena auditorem do 4 měsíců po skončení účetního období, má emitent povinnost uveřejnit neauditovanou účetní závěrku, zprávu o auditu uveřejní následně
- Zpráva o vztazích<sup>240</sup>
- Zpráva představenstva o podnikatelské činnosti společnosti a stavu jejího majetku<sup>241</sup>
- Textová část<sup>242</sup>

**Pololetní a čtvrtletní zprávy** jsou oproti výroční zprávě dalším periodickým samostatným a obsahově odlišným informačním zdrojem pro investory a kapitálový trh. Účelem těchto zpráv podat trhu informace o finančním stavu společnosti za uplynulé období a předpovědět další vývoj. Vyhotovit a uveřejnit pololetní zprávu má každý emitent kótovaného cenného papíru. Tuto povinnost musí splnit do 2 měsíců od uplynutí prvních 6

<sup>235</sup> V souvislosti s rozšířením informačních a dalších povinností na všechny emitenty cenných papírů, kteří byli přijati k obchodování v kterékoli části regulovaného trhu v EU, se změní i terminologie, kdy již nebude uváděn emitent kótovaného cenného papíru ale emitent akcie/dluhopisu/investičního cenného papíru přijatého k obchodování na regulovaném trhu.

<sup>236</sup> Předepsaným způsobem uveřejnění je takový, který umožňuje dálkový přístup (viz níže – způsob plnění informační povinnosti).

<sup>237</sup> Viz dokument ČNB Obsahové náležitosti výroční zprávy a konsolidované výroční zprávy emitenta kótovaného cenného papíru za rok 2008.

<sup>238</sup> Mateřský podnik je při dodržení zásady relevance povinen zahrnout do konsolidace všechny dceřiné podniky. Podle znění standardu IAS 27 (konsolidovaná a samostatná účetní závěrka) existuje pouze jediný důvod, kdy je možné nezahrnout dceřiný podnik do konsolidace, a to v případě, že dceřiný podnik byl pořízen s úmyslem následného prodeje do 12 měsíců od data pořízení, a mateřský podnik aktivně hledá kupujícího.

<sup>239</sup> § 21 odst. 4 zákona o účetnictví, 118 odst. 3 ZPKT.

<sup>240</sup> § 66a odst. 9 ObchZ.

<sup>241</sup> § 192 odst. 2 ObchZ.

<sup>242</sup> Musí obsahovat náležitosti podle § 21 zákona o účetnictví, informace o hospodářských výsledcích, finanční situaci a podnikatelské činnosti z uplynulého účetního období v rozsahu údajů uváděných v prospektu a další informace dle § 118 odst. 4 ZPKT.

měsíců účetního období a musí tak učinit stejným způsobem jako je stanoven pro výroční zprávu. Rozsah pololetní zprávy je užší (§ 119 ZPKT).

Vedle pololetní zprávy měli podle původního návrhu Transparenční směrnice emitenti akcií pravidelně vyhotovovat i zprávu za první a třetí čtvrtletí. Tato informační povinnost byla nakonec zmírněna, kdy čtvrtletní zpráva byla nahrazena tzv. mezitímní zprávou vedení. Podle čl. 6 odst. 1 Transparenční směrnice a § 119a ZPKT má společnost povinnost tuto zprávu uveřejnit ve druhé polovině každého pololetí v období, které začíná po uplynutí prvních deseti týdnů pololetí a končí šest týdnů před jeho koncem.

Zakotvením zákonné povinnosti uveřejňovat mezitímní zprávu došlo ke zpřísnění informačních požadavků vůči některým emitentům kótovaným na českých burzách. Tuto povinnosti dosud měli pouze emitenti kótovaní na hlavním trhu BCPP podle burzovních pravidel.<sup>243</sup> Nyní se bude vztahovat i na všechny emitenty, jejichž akcie jsou přijaty k obchodování na některém z regulovaných trhů (např. na volném trhu BCPP).

### 3.3.3.2. Průběžná (ad-hoc) informační povinnost

Průběžnou nebo také ad-hoc informační povinností se rozumí povinnost emitenta uveřejnit každou informaci, která splňuje zákonem předepsaná kvalifikační kritéria a kvalifikuje se tak na vnitřní informaci (*inside information*). Vznik průběžné informační povinnosti se tedy odvíjí od definice vnitřní informace. Její zákonná definice je uvedena v § 124 odst. 1 ZPKT a je založena na definici uvedené ve Směrnici o zneužití trhu<sup>244</sup> Definice vnitřní informace je založena na těchto znacích:

- přesnost informace – princip pravdivosti,
- kurzotvorná povaha informace - princip materiality,
- neveřejnost informace,
- a musí se týkat přímo emitenta.

Naplnuje-li informace všechny tyto znaky, pak jde o informaci podléhající ad-hoc informační povinnosti, kterou má emitent podle § 125 odst. 1 ZPKT povinnost uveřejnit, a to bezodkladně ve smyslu § 127 odst. 2 ZPKT. Pokud by některý z uvedených znaků chyběl, průběžná informační povinnost nevzniká.

Jelikož zákonná definice vnitřní informace je obecná, některé burzy ve svých pravidlech uvádějí výčty situací, které naplňují definici vnitřní informace, kterou má kótovaná

<sup>243</sup> Čl. 8 odst. 7 Burzovních pravidel část III. – Podmínky přijetí cenného papíru k obchodu na hlavním trhu burzy.

<sup>244</sup> Vnitřní informaci (*inside information*) se rozumí informace, která je přesné povahy, která nebyla uveřejněna, tykající se přímo nebo nepřímě jednoho nebo více emitentů finančních nástrojů nebo jednoho nebo více finančních nástrojů a která, kdyby byla uveřejněna, by pravděpodobně měla významný dopad na ceny těchto finančních nástrojů nebo na ceny odvozených finančních derivátů.

společnost uveřejnit. To je případ i BCPP, která ve svých Burzovních pravidlech část III uvádí výčet situací, které naplňují průběžnou informační povinnost.<sup>245</sup> **Výčty uváděné v burzovních pravidlech pouze napomáhají emitentům rozpoznat, kdy na ně dopadá tato povinnost, nelze je proto považovat za určující. Vždy bude nutné, aby se emitent se držel obecné zákonné definice.**

V praxi někdy bývá pro kótovanou společnost obtížné určit, které informace podléhají této informační povinnosti. Snaha společnosti bude vždy směřovat k neuveřejňování informací, které by ji mohly v konkurenčním boji poškozovat. Typickým příkladem může být informace o ukončení soudního sporu (např. o vysokou částku náhrady škody) dohodou mezi stranami. Dohoda o narovnání mezi stranami totiž bude zpravidla obsahovat částku, která bude pro žalující stranu představovat dostatečné vyrovnání utrpěné újmy, nicméně nemusí odpovídat částce požadované v soudním řízení. Žalovaná kótovaná společnost přitom na počátku sporu informaci o žalobě a výši žalované částky uveřejnit musí. Pokud by však po skončení sporu dohodou uveřejnila výši částky, na níž se žalující stranou dohodla, vyslala by tím informaci, za jakých podmínek je ochotna přistoupit na kompromis. Tím by velmi oslabila svoji vyjednávací pozici. Taková informace bude rovněž bezesporu naplňovat definici obchodního tajemství dle § 17 ObchZ. Lze doporučit, aby společnosti k uveřejňování informace o ukončení významných sporů přistupovaly s opatrností.

Průběžná informační povinnost plní dvě základní funkce. Vnitřní informace je ze své povahy neveřejná, proto informační povinnost zajišťuje okamžitou informovanost trhu o kurzotvorné skutečnosti vztahující se k emitentovi. Tím je zvyšována vyšší efektivita a transparentnost kapitálového trhu, neboť s růstem informovanosti trhu roste kvalita investičních rozhodnutí. Druhou funkcí je úloha prevence před zneužíváním vnitřních informací. Včasné uveřejnění takové informace znemožní osobě, která k ní má privilegovaný přístup, její využití na úkor ostatních investorů. Uveřejněním pozbývá vnitřní informace své

<sup>245</sup> Viz Příloha k Burzovním pravidlům část III, písm. E), kde jsou uvedeny tyto situace:

- a) rozhodnutí orgánu dohledu týkající se emitenta nebo jím vydaných cenných papírů,
- b) návrhy na změny zápisu v obchodním rejstříku týkající se emitenta,
- c) informace o majetkových účastech emitenta na podnikání jiných osob,
- d) struktura rozhodujících akcionářů emitenta,
- e) nové patenty, licence,
- f) uzavření nebo zrušení nových smluv, které mají zásadní význam pro podnikání emitenta,
- g) soudní a obchodní spory představující v celkové výši víc než 5 % vlastního kapitálu emitenta a každá změna přesahující 1 % vlastního kapitálu emitenta,
- h) úplné znění veřejného návrhu smlouvy,
- i) přijetí nebo zrušení významných subvencí,
- j) personální změny v představenstvu, dozorčí radě, vrcholném managementu a další skutečnosti, které mohou přímo nebo nepřímo vyvolat změnu kurzu cenného papíru,
- k) návrh na změnu stanov nebo zakladatelského dokumentu nebo návrh rozhodnutí o snížení nebo zvýšení základního kapitálu,
- l) oznámení o změně auditora,
- m) další změny ve své finanční situaci, změny v údajích uvedených v prospektu a jiné skutečnosti, které mohou přímo nebo nepřímo vyvolat změnu kurzu cenného papíru nebo zhoršit schopnost emitenta plnit závazky z emise cenného papíru (následuje příkladný výčet těchto změn).

vnitřní povahy, její ochrana již není na dále nutná a proto se ani neuplatní zákaz využívání vnitřních informací uvedený § 124 odst. 4 ZPKT.

Z hlediska vztahu mezi průběžnou a pravidelnou informační povinností je nutné si uvědomit, že **pravidelná informační povinnost nenabrazuje povinnost průběžnou, průběžná povinnost tedy má ze své podstaty přednost**. Proto by pravidelná zpráva neměla být kapitálový trh překvapením (např. ve výroční zprávě by se neměl objevit vyšší hospodářský výsledek, který mnohonásobně předčil očekávání trhu).<sup>246</sup>

### 3.3.4. Principy poskytování informací na kapitálovém trhu

Informace má zprostředkující (*facilitating*) funkci, která usnadňuje a napomáhá osobám v rozhodování. V kótovaných společnostech jsou primárními adresáty informační povinnosti stávající akcionáři a investoři jako potenciální akcionáři. Těmto osobám informace napomáhá činit investiční rozhodnutí, tj. rozhodnutí koupit, držet nebo prodat. Nikoli však každá informace je způsobilá mít vliv na investiční rozhodnutí. Musí jít o informaci, která splňuje určitá kvalifikační kritéria. Právní regulace tyto kritéria definuje v zákoně u jednotlivých druhů informačních povinností. Tyto kritéria můžeme zobecnit do několika následujících principů.

#### 3.3.4.1. Princip transparentnosti (pravdivosti)

Základním principem, na kterém je poskytování informací založeno, je princip transparentnosti (pravdivosti) informace. Investor může učinit kvalifikované investiční rozhodnutí pouze, pokud je informace z hlediska svého obsahu úplná, přesná a pravdivá. ZPKT tento princip výslovně zakotvuje v § 121. Emitent nesmí aktivně poskytovat informace nepravdivé, klamavé nebo zavádějící<sup>247</sup> nebo uvádět nesprávné informace o své hospodářské situaci.<sup>248</sup> Na druhou stranou ani pasivita není přípustná - emitent nesmí svojí nečinností zamlčovat skutečnosti důležité pro rozhodování.<sup>249</sup>

Přesnost informace je jako pojmový znak uveden v definici vnitřní informace v § 124 odst. 1 ZPKT. Tento pojmový znak je dále rozveden ve vyhlášce ČNB,<sup>250</sup> která je sice prováděcí vyhláškou k zákonu o podnikání na kapitálovém trhu, ale zároveň implementuje prováděcí Směrnici Komise 2003/124/ES ze dne 22. prosince 2003, kterou se provádí směrnice

<sup>246</sup> Pelikánová, I., Čech, P.: Informační povinnost emitenta registrovaného cenného papíru, Právo a podnikání 4-5/2002, s. 37.

<sup>247</sup> Viz § 121 písm. a) ZPKT.

<sup>248</sup> Viz § 121 písm. d) ZPKT.

<sup>249</sup> Viz § 121 písm. c) ZPKT.

<sup>250</sup> Vyhláška č. 234/2009 Sb., o ochraně proti zneužívání trhu a transparenci.

Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES, pokud jde o definici a uveřejňování důvěrných informací a definici manipulace trhem. Podle této vyhlášky (§2) je informace přesná, *jestliže je jejím obsahem souhrn okolností nebo událost, které nastaly, nebo které lze v budoucnu důvodně očekávat, a je natolik určitá, že na jejím základě lze učinit závěr o vlivu těchto okolností nebo události na kurz, jinou cenu nebo výnos příslušného finančního nástroje nebo nástroje, jehož hodnota se od tohoto finančního nástroje odvozuje.*

### 3.3.4.2. Princip materiality informace

Zákon při specifikaci jednotlivých složek pravidelné informační povinnosti již vyjmenovává, jaké informace je emitent povinen uvádět ve výroční či pololetní zprávě, tím je dána významnost (materialita) takové informace přímo ze zákona. Pokud jde o průběžnou informační povinnost, zde se zákon opírá o definici vnitřní informace, jejímž definičním znakem je možnost významně ovlivnit kurz nebo výnos z finančního nástroje (tj. kurzotvornost).

Informace je významná (materiální), jestliže je způsobila přimět průměrně rozumného investora, který běžně (obvykle, pravidelně) obchoduje na kapitálovém trhu ke změně jeho rozhodnutí, které by jinak neučinil, kdyby takovou informací neměl. Mluvíme o tzv. testu rozumného investora (*reasonable investor test*), kdy je rozhodující naplnění požadavku obvyklosti a rozumnosti.<sup>251</sup> Měřítka rozumného investora je standardem, podle něhož postupují všechny významné právní řády při posuzování plnění informační povinnosti.<sup>252</sup> Toto měřítko bylo rovněž zakotveno do prováděcí vyhlášky č. 234/2009 Sb., podle níž jde o *takovou informaci, o které lze předpokládat, že by ji rozumný investor vzal v úvahu při investičním rozhodování* (§2 odst. 2).

Jak prokazatelné údaje (*hard data*) tak i prohlášení, která není možné podložit fakty (*soft data*), např. odhady managementu, business plan, mohou být pro investory podstatné (materiální). V souvislosti s tím vyvstává několik základních právněpolitických úvah - zda všechny materiální informace je nutné poskytnout kapitálovému trhu, případně jaké výjimky z tohoto pravidla jsou přípustné např. (ochrana obchodního tajemství) a jaké nepodstatné (nemateriální informace) by neměly být uveřejňovány. **Cílem právní regulace by měla být optimální transparency nikoli maximální transparency. Publikace nemateriální**

<sup>251</sup> Srov. Rozhodnutí KCP/6/2002 - Prvek obvyklosti je výrazem určité zkušenosti a průměrné znalosti a prvek rozumnosti je protikladem omezené ekonomické racionality či iracionality při investičním rozhodování.

<sup>252</sup> Test rozumného investora používá jak americká judikatura pro posouzení materiality informace - viz rozhodnutí *TSC Industries, Inc. V. NorthWay, Inc.* z roku 1976: „neuveřejněná informace je relevantní, jestliže existuje podstatná pravděpodobnost, že rozumný akcionář by ji považoval za důležitou při rozhodování jak hlasovat“, tak i britský zákon o finančních službách (Financial Services and Markets Act 2000), který v čl. 80 stanoví: „*inside information would be the information be likely to be used by a reasonable investor as part of the basis for the investor's investment decision and would therefore be likely to have a significant effect on the price.*“

**informace je nejen drahé a nepotřebné, ale také kontraproduktivní, neboť může odvádět pozornost účastníků na trhu.**

Skutečnost, která je předmětem informační povinnosti, musí dosahovat určité stability a jistoty.<sup>253</sup> Ve vztahu k okolnostem podléhajícím předchozímu schválení orgány společnosti to znamená, že **nelze považovat za významnou takovou skutečnost, která nebyla v interní struktuře společnosti přijata jako závazné řešení - nebylo o ní rozhodnuto příslušnými orgány společnosti.** Případné neschválení ze strany příslušného orgánu by v případě již uveřejněné informace mohlo vyvolat trh v omyl. Na druhou stranu řešení (záměr) navržené jedním orgánem nemusí být schváleno všemi orgány společnosti. **Pokud představenstvo rozhodne o určitém záměru a taková informace naplní znaky kurzotvorné informace, bude společnost povinna informaci o záměru uveřejnit, přestože záměr dosud neschválila valná hromada.**<sup>254</sup> Obsah informace o záměru může spočívat v tom, že existuje určitý záměr, nebo probíhají jednání anebo přípravy, aniž je zřejmé, jaký bude jejich výsledek. Z rozhodovací praxe KCP vyplývá, že povinnost informovat trh nastává dříve než v okamžiku přesného číselného vyjádření kvantifikovatelných skutečností, které jsou předmětem povinnosti. Samotnou informací představuje fakt, že společnost bude muset promítnout do hospodářského výsledku ztrátovou operaci v řádu několika miliard, přestože dosud není schopna ztrátu přesně vyčíslit.<sup>255</sup>

### **3.3.4.3. Princip srozumitelnosti informace**

Jak podle Směrnice o kótaci (čl. 22 odst. 1), tak i podle Směrnice o prospektu (čl. 5 odst. 2) je vyžadováno, že informace musí být ve formě, která je jednoduše analyzovatelná a srozumitelná (*easily analyzable and comprehensible*). Stejný požadavek je obsažen i v § 36 odst. 1 ZPKT. To znamená, že text prospektu ani ostatní dokumenty, které zprostředkovávají informace investorské veřejnosti, by neměly být psány čistě právním anebo finančním jazykem. To samé platí i pro ad-hoc uveřejňování vnitřních informací, kde je zákon požaduje (§ 125 odst. 1 ZPKT), aby uveřejněná informace byla srozumitelná a nezkreslená. Požadavek srozumitelnosti je v zásadě obdobou amerického pravidla „*plain English rule*“<sup>256</sup>, který představuje šest základních principů ohledně jazyka používaného v prospektech.<sup>257</sup>

<sup>253</sup> Pelikánová, I., Čech, P.: Informační povinnost emitenta registrovaného cenného papíru, Právo a podnikání 4-5/2002, s. 19.

<sup>254</sup> Pelikánová, I., Čech, P.: Informační povinnost emitenta registrovaného cenného papíru, Právo a podnikání 4-5/2002, s. 19.

<sup>255</sup> Viz rozhodnutí KCP/1/2001.

<sup>256</sup> Pravidlo 421 (d) Securities Act 1933.

<sup>257</sup> Těmito principy jsou: (i) krátké věty, (ii) určitá, konkrétní každodenní slova, (iii) nepoužívání pasívu, (iv) používání tabulek a odrážek, (v) zákaz používání právní terminologie nebo obchodních technikálií a (vi) žádné více násobné negace.

Z principu srozumitelnosti nelze automaticky dovozovat stručnost. Požadavek srozumitelnosti může někdy znamenat pravý opak. Informace, která není zřejmá navenek, může být rozdělena na několika vysvětlení.

#### 3.3.4.4. Princip dostupnosti informace emitentovi

Informační povinnost se týká informací, které jsou emitentovi dostupné. Jestliže jsou emitentovi určité skutečnosti dostupné, nemůže tvrdit, že se o ní nedozvěděl. Informační povinnost postihuje všechny skutečnosti, o kterých se emitent může nebo by měl dozvědět. Jinými slovy lze to po něm spravedlivě požadovat.<sup>258</sup> Z toho je dovozováno, že emitent se nemůže zprostit informační povinnosti ohledně propojených osob poukazem na skutečnost, že informace neměl, jestliže na něm bylo možné rozumně požadovat, aby si je opatřil.<sup>259</sup>

#### 3.3.4.5. Princip aktuálnosti informace (včasné poskytnutí)

Požadavek na aktuálnost informace je relevantní zejména ve vztahu k průběžné (ad-hoc) informační povinnosti. Právě u průběžné informační povinnosti hraje časové hledisko klíčovou roli při poskytování těchto informací. O aktuální informaci z časového hlediska půjde, jestliže není zastaralá. To znamená, že není překonaná dalším vývojem uvnitř společnosti.

Po novelizaci ZPKT na základě zákona č. 230/2009 Sb. právní regulace princip aktuálnosti informace formulovala do požadavku bezodkladného uveřejňování povinně uveřejňovaných informací (§ 127 odst. 2 ZPKT). Zákonná definice „povinně uveřejňovanou informací“ rozumí informaci, která podléhá povinnému uveřejnění podle hlav II až IV ZPKT. Jde o transpozici konceptu „*regulated information*“ z Transparenční směrnice, jehož smyslem je sjednotit všechny případy, kdy právní regulace vyžaduje uveřejnění nějaké informace, pod jednotný režim.

Princip aktuálnosti se uplatní i ve vztahu k pravidelné informační povinnosti. Všechny pravidelné zprávy je nezbytné uveřejňovat v termínech stanovených zákonem – výroční zprávu do 4 měsíců po skončení účetního období (§ 118 odst. 1 ZPKT), pololetní zprávu do 2 měsíců po uplynutí prvních 6-ti měsíců účetního období (§ 119 odst. 1 ZPKT) a čtvrtletní (mezitímní) zprávu v období mezi 11. týdnem pololetí a 6. týdnem před skončením tohoto pololetí (§119a odst. 2 ZPKT). Princip aktuálnosti se projevuje i ve vztahu k obsahu

<sup>258</sup> Pelikánová, I. Čech, P.: Informační povinnost emitenta registrovaného cenného papíru, Právo a podnikání 4-5/2002, s. 20

<sup>259</sup> Tamtéž.

pravidelných zpráv. Informace uváděné v pravidelných zprávách musí být aktuální ve vztahu k období, k němuž jsou vydávány.

#### 3.3.4.6. Princip nediskriminace

Pokud by určité skupiny investorů byly při uveřejňování informací privilegovány (např. profesionální investoři), ostatní investoři tím budou poškozeni. Požadavek poskytování informací kapitálovému trhu proto v sobě zahrnuje princip nediskriminace, který je v obecné rovině zakotven v § 120 odst. 2 písm. a) ZPKT jako princip rovného zacházení se všemi vlastníky investičních cenných papírů. **Z hlediska poskytovaných informací je účelem tohoto principu zjistit, aby se veškeré povinně uveřejňované informace mohly dostat ke všem investorům současně.** Proto se tento princip odráží i v dalších ustanoveních zákona, jako například v § 125 odst. 3 ZPKT, které ukládá emitentovi povinnost uveřejnit vnitřní informaci, pokud ji sdělil třetí osobě, příp. v harmonizačním ustanovení § 127 odst. 2 ZPKT upravující způsob uveřejnění povinně uveřejňované informace, který musí zajistit neupřednostňující, snadný a bezúplatný přístup.

#### 3.3.5. Druhy poskytovaných kapitálových informací

Základní informace, které musí kótovaná společnost poskytovat trhu, jsou informace zobrazující majetek a finanční údaje společnosti. Tím se dostáváme do sféry účetního výkaznictví, jehož úkolem je věrně a poctivě zachycovat finanční obraz společnosti. Tyto informace lze rozdělit do dvou skupin.

První skupinou jsou finanční údaje za uplynulé období zobrazující aktuální finanční situaci společnosti, tzv. „*hard (benchmark) data*“. Tyto údaje by měly dát investorovi možnost ocenit společnost ve smyslu účetního principu *going concern*, který vychází z předpokladu, že budoucí vývoj společnosti bude naprosto odpovídat uplynulému období.<sup>260</sup> Případě tyto údaje mají umožnit investorovi ocenit hodnotu likvidačního zůstatku společnosti, pokud by společnost byla rozprodána po částech. Jelikož tyto informace nemají žádnou vypovídací hodnotu o budoucnosti společnosti, uvážlivý investor by se neměl s těmito informacemi spokojit.

Druhou kategorií informací, které by měl investor od kótované společnosti dostat, jsou odhady či predikce vedení společnosti o budoucím pravděpodobném vývoji cen na všech

<sup>260</sup> Kraakman, R., Davies, P., Hansmann, H., Hertig, G., Hopt, K., Kanda, H., Rock, E.: *The Anatomy of Corporate Law – A Comparative and Functional Approach*, Oxford University Press, 2004, s. 199.



produktových trzích, na nichž společnost působí. Investor by měl rovněž dostat kvalifikovaný odhad pravděpodobných změn v poptávce po výrobcích (službách) společnosti, včetně nových produktů a nových technologiích vedoucích k úsporám. Tyto informace se označují jako „soft data“, příp. „projektivní data“<sup>261</sup> a jsou zcela zásadní pro ocenění fungující společnosti, neboť investorovi umožňují odhadnout budoucí změny v toku peněz (*cash flow*) společnosti. Pouze kombinací těchto projektivních dat a tvrdých finančních dat může sofistikovaný investor dospět k tržní hodnotě společnosti.

Kromě informací finančního charakteru jsou pro rozumného investora důležité také informace o správě a řízení společnosti a souvisejících nákladech zmocnění, které jdou tíží společnosti, neboť mají přímý vliv na finanční situaci společnosti (např. mohou vést ke snížení případné dividendy). V první řadě by mělo jít o informace o veškerém plnění, které dostávají jak vedoucí manažeři společnosti (odměny, bonusy, akcie), tak i ovládající akcionář. Další rizikovou oblastí, která by měla být předmětem povinné publicity a může společnosti působit značné náklady zmocnění, jsou smluvní vztahy mezi společností a jejími vedoucími osobami společnosti, příp. jejím ovládajícím akcionářem.

### 3.3.5.1. Finanční údaje o aktuální finanční situaci – „hard data“

Každá složka informační povinnosti vyžaduje finanční údaje v určitém rozsahu. Nejvíce finančních údajů je emitent povinen uvádět ve výroční zprávě, v níž je emitent povinen uvádět údaje v rozsahu, který odpovídá tomu, co je předepsáno pro prospekt dle Nařízení Komise o prospektu.<sup>262</sup>

Finanční údaje společnost uvádí v účetních výkazech. Účelem účetních výkazů a celého účetního práva je poskytnout co neúplnější obraz o finančním a faktickém o stavu podniku.<sup>263</sup> Na zobrazení hospodaření společnosti má proto podstatný vliv, jaké účetní předpisy je společnost povinna dodržovat a jaké účetní standardy společnost používá. Z hlediska standardu obsahu účetních výkazů podléhá české účetní právo harmonizaci komunitárního práva. Základními harmonizačními předpisy jsou Čtvrtá a Sedmá Směrnice. Cílem těchto předpisů bylo usnadnit přeshraniční investice tím, že se v celé Evropské unii vytvoří srovnatelná informační báze finančních výkazů a zpráv obchodních společností. Působnost těchto účetních směrnic je širší, neboť se vztahují jak na kapitálové společnosti tak i na

<sup>261</sup> Tamtéž.

<sup>262</sup> Viz § 118 odst. 4 odst. a) ZPKT.

<sup>263</sup> To však může být ohroženo v případě mimobilančních položek. To se pokusila odstranit Novela čtvrté a sedmé směrnice. Tato směrnice stanoví pro kapitálové společnosti povinnost vykazovat tyto položky v příloze, pokud je to nutné pro ohodnocení finanční situace společnosti. Společně s touto povinností přenesla EU povinnost postupovat podle IAS.

osobní společnosti. Jelikož tyto směrnice umožňují řadu odchylek, jejich uplatňování v členských státech nevedlo k vytvoření srovnatelného účetnictví.<sup>264</sup>

Jednotný informační základ pro společnosti, jejichž cenné papíry jsou kótovány na regulovaných trzích členských států, tak byl nastolen až přímo závazným Nařízením o Mezinárodních účetních standardech.<sup>265</sup> Mezinárodní účetní standardy (IAS)<sup>266</sup> byly na základě nařízení Evropské komise převzaty do práva evropského společenství.<sup>267</sup> Došlo tak ke zcela unikátnímu právně-technickému řešení, neboť právně nezávazná pravidla, která byla vytvořena mezinárodní institucí - Mezinárodní rada pro účetní standardy (IASB) zcela nezávislou na státě a na EU, se prostřednictvím přímo použitelných právních norem ES staly součástí právního řádu Evropského společenství.<sup>268</sup> Je totiž nutné si uvědomit, že IAS (IFRS) jsou komplexem norem vytvořeným zcela mimo oblast normotvorby, který se průběžně vyvíjí, neboť tyto standardy jsou neustále novelizovány. To může někdy vyvolávat pochybnosti nad vymezením obsahu mezinárodních standardů a jejich závazností jako takovou, neboť soubor mezinárodních účetních standardů vytvořený Mezinárodní radou pro účetní standardy nemusí být totožný se souborem mezinárodních účetních standardů, na něž se vztahuje čl. 2 Nařízení o IAS.<sup>269</sup>

Podle čl. 4 Nařízení o Mezinárodních účetních standardech mají kótované společnosti povinnost sestavovat konsolidované účetní závěrky v souladu s Mezinárodními účetními standardy (IAS), resp. IFRS (International Financial Reporting Standards) pro každé účetní období od 1.1.2005. Přestože uvedené nařízení je přímo aplikovatelné v ČR, povinnost použití Mezinárodních účetních standardů vyplývá také z § 19 odst. 9 a dále v § 23a odst. 1 Zákona o účetnictví.

Z hlediska existujících problémů zmocnění je pro kótované společnosti významný účetní standard IAS 24, podle něhož má kótovaná společnost povinnost zveřejnit transakce mezi spřízněnými stranami. Obsahem takové informace musí být povaha vztahu mezi spřízněnými stranami, informace o typech transakcí a nevyrovnaných zůstatcích, jež jsou nezbytné pro pochopení potenciálního vlivu na účetní závěrku.<sup>270</sup> Cílem tohoto účetní standardu je zajistit,

<sup>264</sup> Dedič, J., Čech, P.: Evropské právo společnosti, Bova Polygon, Praha 2004, s. 306.

<sup>265</sup> Nařízení Evropského parlamentu a Rady (ES) č. 1606/2002 o uplatňování Mezinárodních účetních standardů ze dne 19.7.2002.

<sup>266</sup> Podle čl. 2 Nařízení o Mezinárodních účetních standardech se přitom „Mezinárodními účetními standardy“ rozumí „International Accounting Standards“ (IAS), „International Financial Reporting Standards“ (IFRS a související výklady (výklad SIC a IFRIC), následné změny těchto standardů a souvisejících výkladů, budoucí standardy a související výklady, které vydá nebo schválí International Accounting Standards Board (IASB).

<sup>267</sup> Stalo se tak Nařízením Evropské komise č. 1725/2003 o převzetí Mezinárodních účetních standardů ze dne 29.9.2003 v souladu s nařízením Evropského parlamentu a Rady (ES) č. 1606/2002 o uplatňování Mezinárodních účetních standardů. O platnosti Mezinárodních účetních standardů v rámci Evropské unie rozhoduje Evropská komise.

<sup>268</sup> Špecián, M.: Obchodní právo a účetnictví, Práce posluchačů Právnické fakulty č. 206 Univerzita Karlova v Praze 2007, s. 86

<sup>269</sup> Tamtéž.

<sup>270</sup> Obdobná pravidla platí i v USA. Podle amerických účetních principů (konkrétně Financial Accounting Standards No. 57) se spřízněnými transakcemi rozumí transakce mezi mateřskou a dceřinou společností, dceřinými společnostmi stejné mateřské společnosti, mezi podnikem a

aby účetní závěrka společnosti obsahovala informace nutné k posouzení skutečnosti, zda finanční stav a hospodářský výsledek společnosti mohou být ovlivněny existencí spřízněných stran, resp. transakcemi mezi nimi. Tento účetní standard definuje velmi detailně, kdo je spřízněnou stranou,<sup>271</sup> a zároveň stanoví, co jsou to transakce mezi spřízněnými stranami – těmi se rozumí převod zdrojů, služeb a závazků mezi spřízněnými stranami bez ohledu, zda je či není účtována tržní cena.

### 3.3.5.2. Informace o budoucím vývoji – „soft data“

Přestože projektivní data (*soft data*) mají zcela zásadní význam pro ocenění společnosti, v praxi nejsou investorům téměř vůbec poskytovány. Pokud společnost očekává v budoucnu zvláštní událost, která může ovlivnit její podnikatelskou činnost, měla by o této skutečnosti informovat investory. Investoři přitom mají zájem o stanovisko managementu, jakým způsobem hodnotí budoucí výnosy a rizika. Emitenti se však zdráhají poskytovat jakékoli kvantifikovatelné odhady, neboť druhou stranou mince je zároveň riziko, že v případě odlišného výsledku, budou tyto údaje kvalifikovány jako klamavé či zavádějící, což by mohlo vést k postihu z důvodu manipulace s trhem.

V této oblasti zatím ani na komunitární úrovni v souvislosti s přijetím Transparenční směrnice nedošlo k žádnému dramatickému rozšíření povinnosti uvádět tyto údaje. V čl. 5 odst. 4 Transparenční směrnice se pouze uvádí, aby v mezitímní zprávě o činnosti, která je součástí pololetní finanční zprávy, byl obsažen kromě popisu důležitých událostí za uplynulých šest měsíců rovněž popis hlavních rizik a nejistot pro zbývajících šest měsíců. Tento koncept byl převzat z americké právní úpravy, která podpořila (nikoli však jako povinnost)<sup>272</sup> poskytování projektivních dat investorům formou zprávy *MD&A* (*Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations*),<sup>273</sup> která má obsahovat diskusi o známých trendech a nejistotách, které by mohly mít pozitivní nebo negativní vliv na budoucí finanční výkonnost. Uveřejňování projektivních dat založené pouze na dobrovolné

---

zaměstnaneckými fondy, mezi podnikem a jeho hlavními vlastníky, managementem a jejich přímými příbuznými a mezi spřízněnými subjekty.

<sup>271</sup> Spřízněná strana je spřízněná s podnikem při splnění následujících podmínek: (a) přímo nebo nepřímo prostřednictvím jednoho nebo několika zprostředkovatelů strana (i) ovládá podnik, je ovládána podnikem nebo je pod společným ovládním s podnikem (jde o mateřské podniky, dceřiné podniky a sesterské podniky); (ii) má podíl v podniku, který jí poskytuje významný vliv nad tímto podnikem; nebo (iii) spoluovládá takový podnik; (b) strana je přidruženým podnikem podniku; (c) strana je společným podnikem, ve kterém je podnik spoluvlastníkem; (d) strana je vrcholným řídicím pracovníkem podniku nebo jeho mateřského podniku; (e) strana je blízkým členem rodiny jednotlivce, který patří pod bod (a) nebo (d); (f) strana je podnikem, který je ovládán, spoluovládán nebo má na něm podstatný vliv přímo nebo nepřímo jakýkoliv podnik patřící pod bod (d) nebo (e), nebo podstatné hlasovací právo v dané straně má přímo nebo nepřímo taková podnik; nebo (g) strana je plánem požitků po skončení pracovního poměru ve prospěch zaměstnanců podniku nebo jakéhokoliv jiného podniku, který je spřízněnou stranou takového podniku.

<sup>272</sup> Zároveň je společnost chráněna před případnými žalobami pravidlem bezpečného přístavu (*safe-harbor rule*) obsaženém v 1933 Securities Act, Rule 175.

<sup>273</sup> Na základě Regulation S-K, Item 303.

bázi podporuje i americká judikatura,<sup>274</sup> kde uveřejňování nepodléhá ani interní projektivní údaje (odhady) společnosti, i když byly poskytnuty třetím subjektům jako důvěrné informace.<sup>275</sup>

Platná tuzemská právní úprava primárně požaduje tvrdé finanční údaje (*hard data*), neboť ty jsou na rozdíl od projektivních dat verifikovatelné. Z hlediska projektivních dat byl u jednotlivých druhů pravidelných zpráv upraven výčet údajů, které je emitent povinen uvádět. To se dotklo i způsobu formulace projektivních dat. Ve výroční zprávě musí být obsaženy informace o vyhlídkách budoucího vývoje finanční situace, podnikatelské činnosti a výsledků hospodaření emitenta.<sup>276</sup> Pro obsah pololetní zprávy byla použita formulace z Transparenční směrnice, kdy je požadováno uvádět důležité faktory, rizika a nejistoty, které mohou provázet podnikatelskou činnost a výsledky hospodaření emitenta a jeho konsolidačního celku v dalších 6 měsících účetního období.<sup>277</sup> Požadovat predikce vývoje a identifikace rizik pro kratší období by pro investory nemělo již žádný užitek, proto v případě čtvrtletních zpráv projektivní data nejsou vyžadována.

### 3.3.5.3. Informace o správě a řízení (včetně problémů zmocnění)

Informace vztahující se ke správě a řízení společnosti jsou zvláštním okruhem informací, k jejichž uvádění v jednotlivých státech EU v poslední době dobrovolně vybízí kodexy corporate governance. Vedle tohoto samoregulačního směru je trendem posledních let regulace na obligatorní bázi předpisy kapitálového trhu. Do ČR se tato regulace dostává prostřednictvím komunitárního práva. Jelikož jednotlivá národní prostředí a právní kultury v EU jsou velmi rozdílné, nevedly harmonizační snahy na úrovni evropského práva ke vzniku jednotného kodexu corporate governance<sup>278</sup>, nýbrž se vydaly cestou usnadnění přístupu investorů k informacím o národních systémech správy a řízení. Je nepochybné, že jednotlivé národní kodexy přispívají ke zlepšení správy společností, proto komunitární právo nechce tento samoregulační směr derogovat, nýbrž jej využít. Novelou čtvrté a sedmé směrnice a byla rozšířena obligatorní informační povinnost kótovaných společností o požadavek pro

<sup>274</sup> Proxima Corp. Securities Litigation, 1994 WL 374306, [1993-1994 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 98,236 (S.D.Cal. 1994).

<sup>275</sup> Levit v. Lyondell Petrochemical Co., 984 F.2d 1050 (9th Cir. 1993). V řízení Convergent Technologies Securities Litigation, 948 F.2d 507 (9th Cir. 1991) bylo uznáno, že uveřejnění nepodléhá interní projektivní údaje o nové produktové řadě. A dále v řízení Compaq Securities Litigation, 848 F.Supp. 1307 (S.D.Tex. 1993) bylo uznáno, že uveřejnění nepodléhá interní úvahy managementu o vlivu ekonomiky na chod společnosti.

<sup>276</sup> Viz stávající ustanovení § 118 odst. 4 ZPKT, které nahradilo předchozí úpravu v § 118 odst. 3 písm. b) ZPKT platnou do přijetí zákona č. 230/2009 Sb., dle níž byly jako součást výroční zprávy požadovány informace o předpokládané hospodářské a finanční situaci v následujícím účetním období.

<sup>277</sup> § 119 odst. 2 písm. d) č. 1. ZPKT.

<sup>278</sup> Ani Akční plán Komise s jedním CG Kodexem nepočítal, nýbrž pouze předvídal existenci prohlášení o Corporate Governance.

kótované společnosti začlenit do výročních zpráv tzv. výkaz o správě a řízení společnosti (*corporate governance statement*), a to jako zvláštní oddíl výroční zprávy.<sup>279</sup>

Harmonizační novela ZPKT provedená zákonem č. 230/2009 Sb. tuto povinnost zakotvila v § 118 odst. 4 písm. j) ZPKT. Podle této úpravy musí emitent v samostatné části výroční zpráva uvést *informace o kodexech řízení a správy společnosti, které jsou pro něj závazné, nebo které dobrovolně dodržuje, informaci o tom, kde je možno do kodexu nahlédnout, popřípadě informaci o tom, že některé ustanoví takového kodexu nedodržuje, nebo o tom, že žádný kodex nedodržuje, včetně zdůvodnění, proč toto ustanovení nebo žádný kodex nedodržuje.* Přes tuto trochu krkolomnou formulaci **lze konstatovat, že česká právní úprava se dočkala zákonného zakotvení principu *comply and explain*.**

Dále bude muset výkaz o správě a řízení obsahovat:

- popis hlavních rysů systému vnitřní kontroly a řízení rizik společnosti ve vztahu k procesu účetního výkaznictví
- informace požadované v souvislosti s nabídkami převzetí dle čl. 10 Směrnice o nabídkách převzetí – tento požadavek byl již začleněn do § 118 odst. 3 písm. g) – q) ZPKT,
- činnost valných hromad akcionářů a jejich klíčové pravomoci a popis práv akcionářů a jak jsou tato práva vykonávána, pokud tyto informace již nejsou plně stanoveny vnitrostátními právními předpisy,
- složení a činnost správních a řídicích a dozorčích orgánů a jejich výborů.

Novela čtvrté a sedmé směrnice vedle toho stanoví, že je možné, aby tyto informace byly uvedeny v samostatné zprávě zveřejněné společně s výroční zprávou nebo prostřednictvím odkazu ve výroční zprávě na místo na internetových stránkách, kde musí být takový dokument veřejně přístupný.

Vedle výkazu o správě řízení je z hlediska problémů zmocnění kladen velký důraz na poskytování informací o odměňování osob s řídicí pravomocí emitenta, tj. jak osob v orgánem společnosti tak i dalších osob vykonávající exekutivní činnosti uvnitř emitenta.<sup>280</sup> Aby akcionáři mohli objektivně ohodnotit vztah mezi výkonem společnosti a úrovní odměňování členů představenstva a dozorčí rady jak *ex ante* tak i *ex post*, Evropská komise dospěla k závěru, že vhodný režim pro uveřejňování informací o odměňování by se měl skládat ze čtyř složek<sup>281</sup>:

- principy odměňování

<sup>279</sup> Jde o nový článek 46a, který byl Novelou čtvrté a sedmé směrnice zařazen do Čtvrté směrnice.

<sup>280</sup> Viz definice osob s řídicí pravomocí v § 2 odst. (1) b) ZPKT.

<sup>281</sup> Viz Akční plán Komise s. 16.

- jednotlivé peněžité a naturální příjmy členů představenstva a dozorčí rady a ostatních osob s řídicí pravomocí
- řádné vykázání nákladů společnosti na tato schémata odměňování ve výroční zprávě
- podrobnosti o odměňování prostřednictvím akcií a opcí na akcie.

Jak stávající úprava tak i navrhovaná úprava předepisuje, aby údaje o odměnách byly poskytovány souhrnně.

Americká pravidla jsou opět výrazně rozsáhlejší než jiné jurisdikce.<sup>282</sup>

Další důležitou informací je informace o odměnách uhrazených za účetní období auditorům v členění za jednotlivé služby.

### 3.3.6. Způsob plnění informačních povinností

Způsob plnění informační povinnosti upravuje ZPKT pro pravidelnou i pro průběžnou informační povinnost stejně. V důsledku postupující elektronizace je požadovaným způsobem uveřejnění takový, který umožňuje dálkový přístup. Tím se podle příslušné vyhlášky ČNB<sup>283</sup> rozumí uveřejnění zprávy na internetových stránkách emitenta.<sup>284</sup>

Nositelům informační povinnosti je emitent. Jelikož v důsledku novelizace komunitárního práva Směrnicí MIFID došlo ke koncepčnímu posunu ve vztahu k paralelním kótacím, kdy je možné připustit obchodování cenného papíru na jiném regulovaném trhu Společenství bez souhlasu emitenta<sup>285</sup>, dochází i k úpravě informační povinnosti z hlediska jejich nositelů.<sup>286</sup> Pokud o přijetí investičního cenného papíru požádala osoba odlišná od emitenta bez jeho souhlasu, příp. organizátor regulovaného trhu, pak nelze po emitentovi spravedlivě požadovat plnění takové povinnosti. To je zohledněno i v textaci Transparenční směrnice. Proto harmonizační novela ZPKT (zákon č. 230/2009 Sb.) v § 127 koncipuje způsob plnění informační povinnosti tak, že vymezuje povinně uveřejňovanou informaci, kterou má povinnost uveřejnit emitent nebo některá z dalších osob. Povinně uveřejňovanou informaci tato osoba musí uveřejnit bezodkladně a to takovým způsobem, aby k ní byl zajištěn neupřednostňující snadný a bezúplatný přístup a tato informace musí být rovněž zaslána ČNB.

<sup>282</sup> Společnosti musí ve svých reportech detailně uvádět pozadí odměňování pěti nejvyšších manažerů a přímé a nepřímé transakce s konfliktem zájmů – viz Regulation S-K, Items 401, 402 a 404. Dále musí reportovat všechny změny v účetních metodách a spory s auditory (Item 304). Zastvěčené osoby (insiders) musí podávat měsíční výkazy o nákupu a prodeji akcií společnosti (§ 16 (a) 1934 Securities Exchange Act ve znění § 403 Sarbanes Oxley Act).

<sup>283</sup> Viz § 3 odst. 2 Vyhlášky č. 264/2004 Sb., o formě a způsobu zaslání výroční zprávy a pololetní zprávy emitenta kótovaného cenného papíru a o způsobu plnění povinnosti oznámit podíl na hlasovacích právech.

<sup>284</sup> Emitent přitom musí zajistit, (i) aby internetová adresa byla veřejností bez omezení přístupná prostřednictvím internetu a (ii) aby ji bylo možné snadno obvyklým způsobem vyhledat podle obchodní firmy emitenta a (iii) aby obsah internetové adresy byl emitentem poskytován bezplatně, (iv) aby uveřejňovaná zpráva měla podobu datového souboru vhodného ke stažení v běžně používaném formátu a (v) aby byla dostupná nepřetržitě po dobu 10 let.

<sup>285</sup> Viz § 56 odst. 5 ZPKT.

<sup>286</sup> Zatím upraveno v § 56 odst. 7 ZPKT.

Způsob plnění informačních povinností řeší čl. 21 Transparenční směrnice, který členským státům předepisuje zřízení centrálního mechanismu pro ukládání a uchovávání dat a přístup k nim, aby jeho prostřednictvím mohli emitenti a další osoby publikovat regulované informace. Harmonizační novela ZPKT centrální informační systém zakotvuje v § 127a. Povinné osoby budou zveřejňovat zprávy a požadované informace vždy skrze tento oficiálně určený mechanismus.

Vedle zákonné regulace se kótované společnosti musí podřídit rovněž Burzovním pravidlům. Při plnění průběžné povinnosti pro emitenty, jejichž akcie jsou přijaté k obchodování na hlavním trhu BCPP, platí povinnost sdělit vnitřní informace BCPP jako první, přičemž teprve poté je mohou poskytnout dalším subjektům.<sup>287</sup> BCPP následně pak obdržené informace zveřejní.<sup>288</sup> Postup BCPP je přitom takový, že po obdržení informace BCPP zkoumá, zda zprávu poskytl emitent, a poté umožňuje přístup k informaci členům BCPP a předává ji vybraným informačním agenturám, které se shromažďováním informací o kapitálovém trhu profesionálně zabývají (agenturám Reuters, Bloomberg, Telekurs, Telepate, a www stránkám [www.akcie.cz](http://www.akcie.cz), [www.fincentrum.cz](http://www.fincentrum.cz), [www.patria.cz](http://www.patria.cz), [www.cekia.cz](http://www.cekia.cz)).

Pokud jde o emitenty, jejichž akcie jsou přijaté k obchodování na volném trhu BCPP, pro ně neplatí povinnost poskytovat BCPP vnitřní informace s předstihem vůči ostatním subjektům. Režim předávání vnitřních informací BCPP je stanoven volně, neboť není požadováno jejich neprodlené předávání, nýbrž postačuje předávat je během roku.<sup>289</sup>

### 3.4. Auditoři a jejich monitorovací role

Informace poskytované kapitálovému trhu podléhají po obsahového stránce verifikaci ze strany externích monitorů. Americká literatura označuje tyto subjekty jako „*gatekeepers*“, tedy strážné, kteří mají za úkol chránit zájmy investorů a akcionářů tím, že monitorují chování korporátních zasvěcenců (*insiders*) a kontrolují finanční údaje uváděné společnostmi v účetních výkazech.<sup>290</sup> Plnění role externích monitorů je ze zákona uložena auditorům, kteří, ač jsou soukromoprávními subjekty, jsou ze zákona pověřeni provádět audit subjektů, u nichž stát považuje za nezbytné verifikovat údaje uváděné v účetních závěrkách a plnění povinností

<sup>287</sup> Viz čl. 8 odst. 12 Burzovních pravidel – část III. – Podmínky přijetí cenného papíru k obchodu na hlavním trhu burzy.

<sup>288</sup> Viz čl. 8 odst. 16 Burzovních pravidel – část III. – Podmínky přijetí cenného papíru k obchodu na hlavním trhu burzy.

<sup>289</sup> Viz čl. 7 odst. 7 Burzovních pravidel – část V. – Podmínky přijetí cenného papíru k burzovnímu obchodu na volném trhu.

<sup>290</sup> Viz např. *Coffee, J. Jr.*: *The Acquiescent Gatekeeper: Reputational, Intermediaries, Auditor Independence and the Governance of Accounting*, Columbia Law School, The Center for Law and Economic Studies, Working Paper No. 19, kde mezi tyto strážné rovněž řadí advokáty, investiční bankéře.

vyplývající z účetního práva a účetních standardů tak, aby byl věrným a poctivým způsobem zachycen finanční obraz společnosti.

Jelikož verifikace obsahu účetního reportingu auditory je velmi nákladná, uvaluje stát tuto povinnost pouze na subjekty od určité velikosti. Jak vyplývá z předpisů upravující kapitálový trh, přijetí společnosti k obchodování na regulovaném trhu je podmíněno určitou velikostí, kterou akciová společnost vstupující musí splňovat. Je tedy logické, že povinnost mít účetní závěrku ověřenou auditorem dopadá automaticky na všechny kótované společnosti (§ 118 odst. 3 ZPKT). Roli auditorů lze považovat za velmi významnou, neboť monitorují největší ekonomické jednotky v zemi a jejich úkolem je podat nezávislé a kvalifikované stanovisko k věrohodnosti účetních výkazů auditovaného subjektu.<sup>291</sup>

Výhoda modelu strážných spočívá v tom, že monitoring provádí subjekty odlišné od dozorovaného subjektu, které lze snadněji odradit od skrývání zjištěných nesrovnalostí, neboť z nich nemohou patřičně profitovat.<sup>292</sup> Jak ukázala řada účetních skandálů v USA a Evropě, i když auditori neparticipují přímo na zisku z nelegálních transakcí prováděných auditovanými společnostmi, i tak mohou být zainteresováni na zakrývání zjištěných účetních nesrovnalostí. Auditori jako soukromoprávní subjekty jsou závislí na odměnách ze strany auditovaného subjektu, což do značné míry ohrožuje jejich nezávislost. Přísná právní regulace dopadající na poskytování auditorských služeb se pokouší kompenzovat tuto finanční závislost na auditovaném subjektu. V souvislosti s harmonizací účetního práva se i tato regulace stala předmětem harmonizace v Evropské unii, kde došlo v posledních letech k významným změnám. Původní Osmá směrnice, která upravovala podmínky pro schvalování osob odpovědných za provádění povinného auditu, byla nahrazena Směrnicí o povinném auditu. Český zákonodárce na Směrnicí o povinném auditu reagoval Zákonem o auditorech, kterým došlo k transpozici harmonizačních požadavků do českého práva. Auditori při provádění auditu tak nejsou vázáni pouze českými právní předpisy a předpisy a standardy vydávanými Komorou auditorů, nýbrž musí postupovat i podle mezinárodních auditorských předpisů upravených právem Evropských společenství, které mají přednost před českými auditorními standardy.<sup>293</sup>

Oproti dosavadní úpravě Zákon o auditorech rozděluje auditované osoby do dvou skupin na tzv. subjekty veřejného zájmu a ostatní subjekty. **Kótované společnosti jsou zahrnuty mezi subjekty veřejného zájmu, čímž se dostávají pod přísnější právní režim.** Tento

<sup>291</sup> Viz definice auditu Komory auditorů České republiky na internetových stránkách [www.kacr.cz](http://www.kacr.cz).

<sup>292</sup> *Coffee, J. Jr.*: The Acquiescent Gatekeeper: Reputational, Intermediaries, Auditor Independence and the Governance of Accounting, Columbia Law School, The Center for Law and Economic Studies, Working Paper No. 19, s. 8.

<sup>293</sup> To vyplývá z § 18 Zákona o auditorech, který odkazuje na čl. 26 odst. 1 Směrnice o povinném auditu.



přísnější režim zároveň dopadá zároveň i na auditora. Kótované společnosti jako subjekty veřejné zájmu mají právo získat více informací o auditorovi. Mohou požadovat tzv. zprávu o průhlednosti, kterou je auditor povinen sestavit do 3 měsíců po skončení účetního období a která musí obsahovat podrobné informace o struktuře a rozsahu podnikání.<sup>294</sup>

### 3.4.1. Nezávislost auditora

Nezávislost auditora na auditované osobě je klíčovým požadavkem celé právní regulace auditorů. Velké účetní skandály minulých let nastaly právě v důsledku závislosti auditora na auditované společností. Auditóři s vidinou stálých a tučných příjmů plynoucích z těchto společností přistupovali ke kontrole finančních výsledků v účetnictví společností s cílem udržet si svého klienta. V případě náznaků nesrovnalostí tiše souhlasili s tím, že nebudou provádět audit s takovou péčí, aby tyto nedostatky nevyšly přímo najevo (nedbalost), případně o nedostacích věděli přímo.

Požadavek nezávislosti auditorů je zakotven v § 14 Zákona o auditorech. Nezávislost je spatřována v absenci jakéhokoli přímého nebo nepřímého finančního, obchodního, pracovněprávního nebo jiného vztahu mezi auditorem a účetní jednotkou a v tom, že auditor není dlouhodobě závislý na příjmech ze služeb na auditované účetní jednotce. Vedle těchto obecných požadavků na nezávislost obsažených v uvedeném ustanovení, zákon obsahuje zvláštní omezení, která mají rovněž zabezpečovat nezávislost auditora. Jsou to omezení týkající se ceny za provádění auditu, která nesmí být ovlivněna poskytováním doplňkových služeb auditované osobě nebo stanovena na jejich základě ani nesmí být podmíněna jinými skutečnostmi ohrožujícími nezávislost a nestrannost auditora (§ 16 Zákona o auditorech). **Evropská regulace včetně té naší tedy nejde cestou úplného oddělení služeb auditu od jiných služeb, jako je tomu v USA. Auditorům je výslovně umožněno poskytovat služby daňového poradenství a účetnictví a další služby (§ 23 Zákona o auditorech).**

Ve vztahu k subjektům veřejného zájmu Zákon o auditorech v intencích Směrnice o povinném auditu klade na auditory zvláštní požadavky, které by měly posilovat nezávislost auditora na auditované osobě. Tím, že subjekty veřejného zájmu mají povinnost zřídit výbor pro audit (viz kapitola 4.2.4.1), auditóři mají zvláštní povinnosti vůči tomuto výboru, mezi něž patří povinnost potvrdit svoji nezávislost (příp. projednat ohrožení nezávislosti) a sdělit jaké doplňkové služby společností poskytují.<sup>295</sup> Nejvýznamnější povinností je povinná rotace uložená klíčovými auditorskými partnerům, kterým se rozumí auditor nesoucí odpovědnost za

<sup>294</sup> Viz § 43 Zákona o auditorech.

<sup>295</sup> Viz § 46 odst. 1 Zákona o auditorech, který odpovídá čl. 42 odst. 1 Směrnice o povinném auditu.

provedení auditu. Tito auditoři musí být vystřídáni nejpozději do 7 let,<sup>296</sup> přičemž k auditovanému subjektu se mohou vrátit po uplynutí 2 let.

Jak vyplývá z přímého zákonného odkazu<sup>297</sup>, kromě zákonných požadavků se musí auditor při provádění své činnosti také řídit etickým kodexem, který určuje zásady a principy práce auditora. Etický kodex je samoregulační vnitřní předpis vydávaný Komorou auditorů, který vychází z etického kodexu Mezinárodní federace účetních. Jde tedy o pravidla založená na mezinárodních auditorských standardech, jejichž dodržování Komora auditorů vyžaduje a kontroluje již od roku 2005. Pravidla etického kodexu stanoví zejména za jakých okolností lze přijmout, odmítnout, příp. nepokračovat v provádění auditů u auditované společnosti.<sup>298</sup>

Nezávislost na auditované osobě posuzuje auditor sám na základě zákonných požadavků a v kontextu etického kodexu a ostatních vnitřních předpisů Komory auditorů. Dojde-li k závěru, že jeho nezávislost je ohrožena musí přistoupit k takovým opatřením s cílem toto ohrožení zmírnit. Pokud se mu to nepodaří, nesmí audit provést.

### 3.4.2. Určení auditora a smlouva s auditorem

Zvláště na kótované společnosti dopadá podrobná úprava postupu pro určení auditora a uzavření smlouvy o povinném auditu. Zákon o auditorech ve svém § 17 odst. 1 výslovně svěčuje určení auditora do působnosti nejvyššího orgánu společnosti, kterým je valná hromada. To v dosavadní praxi nebylo častým jevem. Auditora totiž obvykle vybíral statutární orgán po konzultaci s dozorčí radou. Na základě Zákona o auditorech došlo k nepřímému rozšíření okruhu zákonné působnosti valné hromady společnosti. Zákon současně pro případ, kdy nejvyšší orgán ve společnosti chybí (to však není případ akciové společnosti) nebo auditor není tímto orgánem určen, stanoví, že působnost přechází na dozorčí radu společnosti. I takový přechod působnosti bude mít své vnitřní limity. Dle názoru Dědiče a Čecha tento způsob zákonného přechodu působnosti nebude možné využít k obcházení kompetence valné hromady bez toho, aniž by valná hromada měla reálnou šanci tuto působnost vykonat.<sup>299</sup> Vždy bude nutné tuto záležitost zařadit na valnou hromadu společnosti, která ji musí náležitě projednat.

Zákon o auditorech je méně jasný v otázce, kdo navrhuje auditora valné hromadě. U subjektů veřejného zájmu (tj. kótovaných společností), které povinně zřizují výbor pro audit,

<sup>296</sup> Viz § 45 odst. 5 Zákona o auditorech, který odpovídá čl. 42 odst. 2 Směrnice o povinném auditu

<sup>297</sup> Viz § 13 i 14 odst. 1 Zákona o auditorech.

<sup>298</sup> Auditor musí vždy vyhodnotit rizika spojená s (i) vlastní zainteresovaností na klientovi (např. přílišná závislost na celkových honorářích klienta), (ii) prověrkami po sobě samém (např. simace, kdy se členem auditního týmu stala osoba vykonávající vedoucí funkci u klienta), (iii) protékáním vztahem (např. riziko obhajování klienta v soudním řízení s třetími stranami), (iv) spřízněností, (např. rodinné vazby mezi členy auditního týmu a klienta) a (v) vydíratelností, (např. riziko hrozby vypovězení smlouvy a nahrazení auditora, či snížení rozsahu prací, hrozby soudního projednávání výsledků auditu).

<sup>299</sup> Dědič, J., Čech, P.: Změny pro auditované společnosti, Právní rádce 5/2009.

je do působnosti tohoto nového orgánu svěřeno pouze doporučení auditora.<sup>300</sup> Zákon nestanoví nic bližšího ohledně navrhování auditora valné hromadě. **S ohledem na princip zbytkové působnosti představenstva lze dospět k závěru, že auditora bude valné hromadě navrhopvat vždy představenstvo, které nebude mít v této věci možnost vlastního uvážení a bude moci navrhnout pouze tu osobu, která bude doporučena výborem pro audit, a to i přesto že s ní nebude souhlasit.**<sup>301</sup>

**Auditora navrženého v souladu s výše uvedeným postupem určí valná hromada svým rozhodnutím.** Obsahem takového rozhodnutí bude pouze výběr smluvní strany, nikoli schválení smlouvy o auditu. Samotné uzavření smlouvy s auditorem a určení výše jeho odměny bude náležet do působnosti představenstva společnosti. Dle názoru Dědiče a Čecha bude však z povahy věci nutné dovodit, že valná hromada v rámci určení auditora musí zároveň stanovit, na jak dlouho může být smlouva s auditorem uzavřena, neboť tímto způsobem zároveň vyjadřuje, kdy nejpozději jí má být otázka určení auditora předložena k novému projednání.<sup>302</sup> Období, na které se určuje auditor, by mohlo být rovněž pevně zakotveno ve stanovách společnosti. **Pokud by podle této nové úpravy společnost uzavřela smlouvu s auditorem, který nebyl předem určen valnou hromadou společnosti, je pravděpodobné, že bude dovozena její absolutní neplatnost pro rozpor se zákonem.**<sup>303</sup> I když bude smlouva o povinném auditu neplatná, lze si klást však otázku, co to znamená pro výsledný audit, který bude vlastně proveden subjektem, který byl ustanoven v rozporu se zákonem. **Auditovaná společnost se v takovém případě vystavuje riziku, že na ni bude nahlíženo jako na společnost, která nesplnila svoji zákonnou povinnost.**

### 3.4.3. Odpovědnost auditora

Provádí-li auditor audit účetní jednotky, je jeho odpovědností vztah jednoznačný. Podle zákona platí, že za provedení auditu účetních závěrek v souladu se všemi právními předpisy nese odpovědnost jeden nebo více statutárních auditorů,<sup>304</sup> kterého určí auditorská společnost.<sup>305</sup> Tento auditor pak odpovídá auditované společnosti za škodu způsobenou v důsledku chybně provedeného auditu.

V případě provádění auditu konsolidovaných účetních závěrek bylo v minulosti určení odpovědnosti auditora komplikovanější, neboť zde dochází k auditu více účetních jednotek,

<sup>300</sup> Viz § 44 odst. 4 písm. e) Zákona o auditorech.

<sup>301</sup> Srov. Dědič, J., Čech, P.: Změny pro auditované společnosti, Právní rádce 5/2009.

<sup>302</sup> Tamtéž.

<sup>303</sup> Tamtéž.

<sup>304</sup> Statutární auditor se podle terminologie Zákona o auditorech (§2 písm. c)) rozumí fyzická osoba, která je oprávněna vykonávat auditorskou činnost.

<sup>305</sup> Viz § 21 odst. 7 ve spojení s § 2 písm. o) Zákona o auditorech.

na jejichž auditování se může podílet více auditorů. To byl i případ skandálu společnosti Parmalat v Itálii, kde sice v důsledku povinné rotace došlo na úrovni skupiny k předání provádění auditu na společnost Deloitte&Touche, nicméně některé z dceřiných společnosti byly nadále auditovány původním auditorem.<sup>306</sup>

Za účelem stanovení jednoznačného odpovědnostního vztahu Směrnice o povinném auditu požaduje, aby auditor skupiny nesl plnou odpovědnost za audit konsolidované účetní závěrky. Podle Zákona o auditech tak v případě auditu skupiny musí konsolidující účetní jednotka určit auditora, který ponese plnou odpovědnost za zprávu auditora.<sup>307</sup> Na základě tohoto určení je auditor skupiny povinen prověřit rozsah a způsob provedení auditorské činnosti ostatních auditorů. Nebude tak moci docházet k tomu, že auditor ověří pouze část společností vstupujících do konsolidace např. 70 procent a u zbylých 30 procent se odvolá na práci jiného auditora. To v praxi bude znamenat, že auditor odpovědný za konsolidaci bude muset provést určité procedury u jím neauditovaných společností, které mu umožní vydat výrok za celek a nést za vydání tohoto výroku plnou odpovědnost.

#### 3.4.4. Oznamovací povinnost auditora

Kromě toho, že auditor zpracovává zprávu o povinném auditu, v níž formou výroku musí vyjádřit své stanovisko, zda účetní závěrka auditované společnosti podává věrný a poctivý obraz předmětu jejího účetnictví, ukládá zákon auditorům zvláštní oznamovací povinnost ve vztahu k účetním jednotkám podléhajícím doзору ČNB nebo jinému státnímu doзору. To má především dopad na audit kótovaných společností. Monitorovací role auditora tak spočívá v tom, že auditor musí ČNB oznámit jakékoli skutečnosti, které (i) nasvědčují porušení předpisů kapitálového trhu, (ii) mají zásadní negativní vliv na hospodaření společnosti, (iii) mohou ohrozit trvání společnosti, (iv) příp. povedou k negativnímu výroku auditora.<sup>308</sup> Aby kótovaná společnost nemohla své špatné výsledky hospodaření ukrýt do dceřiné společnosti,

<sup>306</sup> V letech 1990 – 1998 byla auditorem společnosti Parmalat auditorská společnost Grant Thornton. Od roku 1999 převzala audit společnost Deloitte&Touche, která však účetní podvody z dřívějších let neobjevila. Ve skutečnosti tento auditor neoznámil účetní nesrovnalosti ani poté, kdy Parmalat byl ve finančních potížích. Teprve až v červnu 2003 vydal tento auditor zprávu o mezitímní finanční situaci za posledních 6 měsíců, kde uvedl, že není schopen ověřit hodnotu investice Parmalatu ve společnosti Epicurum Fund, jelikož tento fond neuvěřitelně žádné finanční údaje a ani hodnotu svého majetku. Auditor vydával nestandardní zprávu, která vycházela ze 49 procent celého majetku skupiny 30 procentech konsolidovaných výnosů dceřiných společností, které byly auditovány jinými auditory, přičemž auditor vždy uváděl, že jejich výrok se zakládal na zprávách jiných auditorů. Ve skutečnosti povinná rotace auditorů nefungovala, neboť auditorská společnost Grand Thornton pokračovala po roce 1999 v auditu dceřiných společností. Auditor Deloitte&Touche tedy vydával svůj výrok ohledně konsolidovaných výsledků Parmalat Finanziaria na základě auditu Grand Thornton. Z dceřiných společností auditovali dva partneři z Grand Thornton již od roku 1980, mezi nimi i dceřinou společností Bonlat Financing Corporation založenou v roce 1998 na Kajmanských ostrovech, která vedla fiktivní účet v Bank of America. Grand Thornton tvrdili, že poslali do Bank of America dotaz ohledně účtu již v prosinci 2002. Banka to popřela. Auditóři obdrželi odpověď v březnu 2003 na hlavičkové papíře – lze se však domnívat, že šlo o dokument zfalšovaný managementem Parmalatu. Na základě toho Grand Thornton tvrdil, že se stali obětí podvodu. Toto jejich tvrzení je však pochybné, pokud nedostali odpověď včas, měli bez čekání zaslat další výzvu. Navíc přiznali, že požadavek do Bank of America byl proveden prostřednictvím finančního ředitele Parmalatu a nikoli přímo. Lze tedy konstatovat, že by podvod odhalili, pokud by dodržovali obecné auditorské standardy. Lze se tedy důvodně domnívat, že auditóři skrývali finanční krizi před Deloitte.

<sup>307</sup> Viz § 19 odst. 1 Zákona o auditech.

<sup>308</sup> Viz § 21 odst. 3 Zákona o auditech.

platí stejná povinnost auditora i ve vztahu k těmto společnostem.<sup>309</sup> Auditor má samozřejmě také oznamovací povinnost, pokud narazí na skutečnosti, o nichž se může domnívat, že došlo ke spáchání některého z hospodářských trestných činů, trestných činů úplatkářství nebo proti majetku. Tuto povinnost však nemá vůči ČNB, nýbrž vůči dozorčí radě společnosti, která musí následně konat.

### 3.4.5. Dohled nad výkonem auditorské profese

Původně samosprávný dohled nad výkonem auditorské profese, který náležel pouze Komore auditorů, a byl tudíž svěřen auditorům samotným, byl na základě požadavku Směrnice o povinném auditu rozšířen o dohled veřejný. Zákonem o auditorech byla zřízena Rada pro veřejný dohled nad auditem, která má za úkol dohlížet na Komoru auditorů. Jde tedy o dvojstupňový systém dohledu nad auditory. I nadále bude fungovat dohled Komory auditorů nad dodržováním zákonů, jiných právních předpisů a vnitřních předpisů a auditorských standardů ze strany auditorů. Pokud se auditor dopustí zaviněného porušení svých povinností, které má charakter kárného provinění, Komora auditora je i nadále oprávněna takové jednání sankcionovat a jako sankci uložit kárné opatření.

Rada pro veřejný dohled nad auditem kontroluje činnost Komory auditorů, která zůstává primárním orgánem dohledu nad auditory. Vedle toho jí Zákon o auditorech svěřuje zvláštní pravomoc dohlížet na auditory, kteří vykonávají audit v subjektech veřejného zájmu (tj. v kótovaných společnostech). Rada dohlíží na dodržování povinností nepřijmout v auditovaném subjektu řídicí funkci do 2 let po provedení auditu.<sup>310</sup> Zákon zde předjímá zvláštní situaci, kdy lze mít pochybnosti o nezávislosti auditora, kterou sankcionuje pokutou do 1.000.000,- Kč.

## 3.5. Důsledky porušení informační povinnosti

Nesplní-li kótovaná společnost kteroukoli svoji informační povinnost ať již pravidelnou či průběžnou, může to vyvolat její soukromoprávní nebo správní odpovědnost. Vedle toho osoby uvnitř emitenta odpovědné za poskytování informací kapitálovému trhu mohou být vedeny k odpovědnosti trestněprávní. V následujících dvou podkapitolách se blíže podíváme na fungování správní odpovědnosti a soukromoprávní odpovědnosti.

<sup>309</sup> Viz § 21 odst. 4 Zákona o auditorech.

<sup>310</sup> Viz § 45 odst. 4 Zákona o auditorech.

### 3.5.1. Správní odpovědnost

Plnění informačních povinností ze strany emitentů kótovaných akcií je předmětem dohledu regulátora. Od vzniku kapitálového trhu se dozorový orgán několikrát změnil. Tuto funkci v oblasti kapitálového trhu vykonávalo nejprve Ministerstvo financí a následně to byla Komise pro cenné papíry. Dohled nad všemi segmenty finančního trhu včetně trhu kapitálového je v současnosti sloučen a vykonává jej od 1.4.2006 Česká národní banka (ČNB). Teprve se vznikem Komise pro cenné papíry zřízené od 1.4.1998<sup>311</sup> vedl dohled nad plněním informačních povinností ze strany kótovaných společností k tomu, že tyto povinnosti začaly být vůči kapitálovému trhu plněny. KCP přinutila kótované společnosti k dodržování zákona především ukládáním citelných finančních pokut. Přestože se v roce 1998 na kapitálovém trhu pohybovalo několik stovek emitentů, plnilo svoji pravidelnou informační povinnost méně než 45% emitentů.<sup>312</sup> Ukládání pokut následně přispělo k podstatnému zvýšení dodržování informačních povinností, neboť v letech 1999-2000 své povinnosti plnilo již více než 90% společností.<sup>313</sup> Stovky zahájených správních řízení a pokut uložených emitentům přiměly většinu z nich k dodržování těchto povinností. To nepochybně přispělo ke zvýšení transparentnosti kapitálového trhu.

Tato historická zkušenost svědčí o tom, že **dohled nad dodržováním informačních povinností hraje nejdůležitější roli pro fungování rozvíjejícího se kapitálového trhu**, kterým Česká republika bezesporu je. Přestože se dále zmíním o možné soukromoprávní odpovědnosti emitentů, její význam je v praxi mizivý.

Podle současného znění §162 ZPKT nesplnění některé z informačních povinností představuje pro emitenta správní delikt, za který může ČNB uložit pokutu do 10.000.000,- Kč. Tento správní delikt je konstruován jako ohrožovací delikt, neboť postačuje jakékoli formální porušení informační povinnosti, které není vázáno na vznik škody nebo jiného účinku. Podíváme-li se do rozhodovací praxe ČNB a jejího předchůdce KCP zjistíme, že dodržování jak pravidelné tak i průběžné informační povinnosti činilo v minulosti společnostem potíže. Téměř každý emitent kótovaných akcií pohybuje na českém kapitálovém trhu by se mohl „pochlubit“ nějakou sankcí za nedodržení některé z těchto informačních povinností.

Sankce, které ČNB (resp. KCP) za porušení ukládá, se odvíjejí od závažnosti tohoto správního deliktu. Již KCP ve svých rozhodnutích vymezila základní kritéria pro stanovení závažnosti deliktu.<sup>314</sup> Těmito kritérii jsou: (i) objem emise akcií, (ii) počet akcionářů, (iii)

<sup>311</sup> Komise pro cenné papíry byla zřízena zákonem č. 15/1998 Sb., o Komisi pro cenné papíry.

<sup>312</sup> Tisková zpráva KCP ze dne 15.9.2000.

<sup>313</sup> Tiskové zprávy KCP ze dne 15.9.2000 a ze dne 15.11.2001.

<sup>314</sup> Viz rozhodnutí KCP/30/2001 a rozhodnutí KCP/3/2006.

opakované porušení povinnosti, (iv) doba trvání protiprávního stavu, (v) burzovní trh, na který jsou akcie přijaty (za závažnější je porušení povinnosti vůči BCPP), (vi) dodatečné napravení deliktu. Tato kritéria vystihují rozsah ohrožení kapitálového trhu. Dohled je přísný jak z hlediska obsahového tak i z hlediska časového plnění povinnosti. Obsah výročních a pololetních zpráv je dozorovým orgánem pravidelně přezkoumáván. To lze dokladovat na několika rozhodnutích, kdy v případě chybějících údajů (šlo např. o principy odměňování vedoucích osob)<sup>315</sup> byla emitentovi ukládána pokuta. I z hlediska včasného poskytování informací trhu je správní dohled velmi přísný. Jak uvádí KCP ve svém rozhodnutí, správní delikt zakládá i jednodenní zpoždění se zasláním pravidelné zprávy, přičemž každým dnem se snižuje možnost efektivní nápravy protiprávního stavu tím způsobeného. Překročí-li délka prodlžení termín pro zaslání pravidelné zprávy, lze hovořit o tom, že povinnost nebyla splněna vůbec.<sup>316</sup> KCP ve své aplikační praxi např. stanovila horní hranici pokuty ve výši 500.000,- Kč za neuveřejnění pololetní zprávy. Při určení této hranice byla právě zohledněna typově nižší závažnost neuveřejnění pololetní zprávy oproti neuveřejnění zprávy roční, a to především s ohledem na užší okruh uveřejňovaných skutečností.<sup>317</sup> V případě ad-hoc informační povinnosti bylo porušení spatřováno i v několikahodinovém zpoždění s uveřejněním informace o existenci významného rozhodnutí Úřadu pro ochranu hospodářské soutěže, kterým bylo schváleno spojení společnosti ČEZ s regionálními distribučními společnostmi.<sup>318</sup> Společnost ČEZ totiž rozhodnutí tohoto úřadu uveřejnila zhruba až po 3 hodinách poté, co jej obdržela.

Jako nejvyšší uloženou sankci lze považovat pokutu ve výši 3.250.000,- Kč, která byla uložena Komerční bance<sup>319</sup> za porušení průběžné informační povinnosti. Zde porušení povinnosti spočívalo ve včasném neoznámení změny ve finanční situaci emitenta, kdy bylo zjištěno kreditní riziko vůči jednomu ze zahraničních klientů ve výši 8 miliard Kč. Komerční banka tuto informaci neposkytla trhu jako ad-hoc informaci, ale uvedla ji zhruba o týden později v prospektu, který připravila pro zvýšení základního kapitálu.

Lze uzavřít, že **aktivní dohled KCP a nyní ČNB velmi účinně disciplinoval všechny společnosti kótované na českých regulovaných trzích ke včasnému a řádnému plnění informačních povinností.**

<sup>315</sup> Viz Rozhodnutí KCP/3/2006.

<sup>316</sup> Viz Rozhodnutí KCP/30/2001.

<sup>317</sup> Tamtéž.

<sup>318</sup> Viz Rozhodnutí KCP/19/2004.

<sup>319</sup> Viz Rozhodnutí KCP/01/2001.

### 3.5.2. Soukromoprávní odpovědnost

Vedle správní odpovědnosti emitenta za porušení některé z informačních povinností, nese kótovaná společnost vůči investorům a akcionářům soukromoprávní odpovědnost. Utrpí-li investoři škodu v důsledku protiprávního jednání emitenta tím, že emitent nesplní nebo zanedbá svoji zákonnou informační povinnost, měl by za ni emitent odpovídat. Otázkou je, z jakého zákonného ustanovení lze tuto odpovědnost za škodu dovozovat. Před přijetím ZPKT obsahoval zákon o cenných papírech (ZCP) v § 80d odst. 1 specifickou úpravu, podle níž platilo, že každý odpovídal za škodu, kterou způsobil porušením povinnosti informovat pravdivě a úplně při plnění informační povinnosti. ZPKT až do 1.7.2008 neobsahoval žádnou zvláštní úpravu odpovědnosti za škodu. Proto bylo dovozováno, že by odpovědnost za škodu měla být posuzována v režimu občanského zákoníku podle § 420 a násl. OZ, neboť o aplikaci odpovědnosti za škodu podle obchodního zákoníku bylo pochybováno z důvodu chybějící výslovné úpravy v podobě absolutního obchodu.<sup>320</sup>

Od přijetí zákona č. 230/2008 Sb. účinného od 1.7.2008 se do ZPKT do závěrečných ustanovení dostává ustanovení § 194 odst. 4 ZPKT, kterým je výslovně stanoveno, že **odpovědnost za škodu způsobenou porušením povinnosti podle ZPKT se bude řídit režimem obchodního zákoníku**. Tím se otázka režimu odpovědnosti za škodu vyjasnila. Podle obchodního zákoníku jde o objektivní odpovědnost, kde není vyžadován znak zavinění. Pro emitenta to znamená, že se nebude moci zbavit odpovědnosti, pokud prokáže, že škodu nezavinil, jako by tomu bylo podle občanskoprávní odpovědnosti (§ 420 odst. 3 OZ). To značně ulehčuje pozici investora jako žalobce. Nicméně i tak bude pro poškozeného investora obtížné uspět s nárokem na náhradu škody. Nejenže investor bude mít problém s vyčíslením přesné výše škody, ale bude muset především prokázat příčinnou souvislost mezi vznikem škody a nedostatkem pravdivých a úplných informací o cenném papíru. To znamená, že investor by obchod s cennými papíry při znalosti všech relevantních informací nikdy neučinil a škoda by nevznikla. **Neexistence zvláštní právní úpravy, která by stanovila pravidla pro určení výše škody a podmínky příčinné souvislosti (např. na základě vyvratitelné domněnky) znamená praktickou nevynutitelnost náhrady škody a činí tak soukromoprávní odpovědnost nefunkční**. Rovněž vzhledem k nulové judikatuře v této oblasti nelze na soukromoprávní odpovědnost spoléhat jako na prvek, který by vedl kótované společnosti ke větší transparentnosti.

<sup>320</sup> Kotásek, J.: Čekání na český „Infomatec“ – k odpovědnosti emitentů kótovaných cenných papírů za nesplnění vybraných informačních povinností, Sborník příspěvků z mezinárodní konference studentů doktorského studijního programu „obchodní právo“ na téma Odpovědnost za škodu, Masarykova univerzita Brno 2005, s.48 a násl.



*De lege ferenda* by bylo vhodné posílit pozici poškozeného investora (akcionáře) a zároveň stanovit ochranné mechanismy proti zneužití tohoto práva proti emitentovi. Odpovědnostní vztah emitenta vůči investorovi by bylo možné koncipovat na základě zvláštní odpovědnosti bez nutnosti splnit podmínku příčinné souvislosti mezi škodou a nesprávnými nebo chybějícími informacemi a rozhodovalo by pouze časové hledisko, kdy došlo k nákupu akcií.<sup>321</sup> Lze se inspirovat relativně novou německou úpravou,<sup>322</sup> která chrání pouze aktivní investory, tj. ty které, buď v důsledku nesplnění informační povinnosti či uvedení nepravdivé informace akcie nakoupí nebo prodají. Podle této úpravy je odpovědnost emitenta dána pouze, pokud poruší své informační povinnosti úmyslně nebo na základě hrubé nedbalosti. Důkazní břemeno zavinění nese emitent, který má možnost se odpovědnosti zbavit, pokud prokáže, že o porušení informační povinnosti nevěděl a tato nevědomost nebyla založena ani na hrubé nedbalosti emitenta. Touto úpravou je sledován americký trend, kterým se ubírá soukromoprávní odpovědnost emitenta, kde je nutné prokázat úmysl (*scienter*) emitenta, který je však rozšiřován i na vědomou nedbalost.<sup>323</sup>

Pozici poškozeného investora při vymáhání náhrady škody vůči společnosti ztěžuje i jeho procesní postavení. Přestože porušení informační povinnosti dopadá na všechny akcionáře, náhrady škody se může domáhat každý akcionář pouze individuálně. Princip hromadné žaloby (*class action*) není v tuzemském právu přípustný. Přestože procesní právo mnohost účastníků řízení v jedné věci v určitých formách připouští (např. spojení věcí nebo vedlejší intervence), akcionář může vystupovat jako žalobce pouze ohledně svého nároku, který musí prokázat. Sám nese břemeno nákladů řízení a soud může přiznat náhradu škody pouze jemu, a nikoli všem akcionářům společnosti. Nepoměr mezi náklady řízení a velikostí potenciální náhrady odrazuje každého rozumného akcionáře od zahájení takového řízení. Lze tedy jen se zájmem sledovat, jak dopadne německý experiment tzv. modelového řízení pro investory, který by měl motivovat akcionáře k podávání žalob na náhradu škodu, pokud došlo k porušení některé z informačních povinností. Modelové řízení by totiž mělo usnadnit přístup poškozených akcionářů k rozsudku o náhradě škody, neboť jakmile soud vyššího stupně vydá

<sup>321</sup> Tamtéž.

<sup>322</sup> Zvláštní odpovědnost za škodu způsobenou porušením ad-hoc informační povinnosti se do německého právního řádu dostala základě zákona na podporu finančního trhu (Viertes Finanzmarktförderungssetz, BGBI 2002, S.2010) přijatého v roce 2002, kterým došlo k poměrně rozsáhlým změnám německého zákona o obchodování s cennými papíry (Wertpapierhandelsgesetz-WpHG). Do tohoto zákona byla doplněna nová ustanovení upravující odpovědnost za škodu způsobenou nesplněním ad-hoc informační povinnosti - § 37b WpHG a odpovědnost za škodu způsobenou uveřejněním nepravdivých informací - § 37c WpHG. To bylo vyvoláno neplněním informační povinnosti ze strany společností, které využily kótace na tzv. Novém trhu (Neuer Markt) otevřeném v roce 1997.

<sup>323</sup> *Scienter* je *common law* koncept, který ve vztahu k prohlášením emitenta, který činí prohlášení vůči investorské veřejnosti, je naplněn, pokud emitent buď ví, že prohlášení je nesprávné, nebo nevěří v jeho správnost, příp. je vědomě nedbalý k jeho obsahu (neví, zda je či není pravdivé) – „*false statement has been made (1) unknowingly, (2) without belief in its truth, or (3) recklessly careless whether it be true or false* – *Derry v. Peek*, 14 A.C. 337 (1889) S.374. V rozhodnutí *Ernst & Ernst v. Hochfelder* (425 U.S. 185 (1976)) soud rozhodl, že strana, která požaduje náhradu škody podle pravidla Rule 10b-5, musí prokázat úmysl (*scienter*) druhé strany. V tomto rozhodnutí si soud zároveň položil otázku, zda lze úmysl (*scienter*) rozšířit o vědomou nedbalost (*recklessness*). Další rozhodnutí potvrdily, že i v případě vědomé nedbalosti je splněn požadavek úmyslu. Např. rozhodnutí *Sunstrand v. Sun Chemical Corp.* (553 F.2d 1033 (7th Cir.), 434 U.S. 875 (1977)).

rozhodnutí o skutkových otázkách a právním základu, je pro soudy nižšího stupně závazné. Nižší soudy již pak pouze ověřují, zda skutkový základ žalob ostatních akcionářů odpovídá modelovému rozhodnutí.<sup>324</sup>

<sup>324</sup> Modelové řízení bylo zavedeno pouze pro investory a akcionáře na regulovaném kapitálovém trhu zákonem o modelovém řízení pro kapitálové investory - Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz (KapMuG) ze dne 16.8.2005, a to pouze po omezenou dobu od 1.11.2005-1.11.2010. V tomto řízení, které může být zahájeno na základě 10 skutkově stejných žalob, mohou akcionáři získat rozhodnutí vyššího zemského soudu, které je závazné pro nižší soudy co do skutkových otázek a právního základu. O toto závazné modelové rozhodnutí se pak mohou opřít jednotliví akcionáři dožadující se v rámci svých řízení náhrady škody. I když proběhne modelové řízení, narozdíl od amerického institutu hromadné žaloby, který umožňuje žalovat náhradu škody jménem určité skupiny akcionářů, zůstává princip dvou procesních stran zachován, soudy budou vždy rozhodovat o náhradě pro jednotlivého poškozeného akcionáře.

## 4. Organizační struktura kótované akciové společnosti

### 4.1. Dělbá moci uvnitř kótované akciové společnosti

Jak vyplývá ze základního znaku akciové společnosti - oddělení vlastnictví od řízení, akcionářům je odejmuto právo řídit a spravovat běžné záležitosti společnosti. Proto hlavním úkolem práva obchodních společností je nastavit uvnitř akciové společnosti účinný mechanismus rozdělení (alokace) pravomocí tak, aby bylo možné efektivně řídit a spravovat společnost. Tyto pravomoci obchodní právo přiděluje jednotlivým orgánům uvnitř společnosti. Pravomoci můžeme rozlišit do několika kategorií:

- pravomoc navrhovací
- pravomoc rozhodovací
- pravomoc kontrolní

Základní rozdíl v přístupu k řešení alokace těchto pravomocí lze vidět mezi obchodněprávní úpravou v zemích common law a v zemích kontinentální Evropy. **V kontinentální Evropě jsou jednotlivé národní úpravy založeny na principu kogentního rozdělení pravomocí mezi orgány společnosti.** Zvláštní právní úprava ve stanovách společnosti ani rozhodnutí akcionářů nemůže zákonem definované pravomoci, není-li taková možnost zákonem výslovně předvídána (např. tuzemská úprava umožňující přesun pravomocí volby členů představenstva na dozorčí radu), přesunout z jednoho orgánu na druhý. Naproti tomu v zemích common law zákonná právní úprava, vychází z toho, že společnost má smluvní charakter. Smluvní strany, tj. akcionáři mají tudíž možnost dispozitivně upravit ve své zakladatelské listině rozdělení pravomocí uvnitř společnosti.<sup>325</sup> Tato dispozitivnost znamená, že je teoreticky možné působnost valné hromady v zakladatelské listině či ve stanovách společnosti rozšířit. V praxi však změny v dělbě moci musí někdo iniciovat a prosadit. Prosazení změn zakladatelské listiny s ohledem na právo veta správní rady je *de facto* nemožné, neboť je zcela přirozené, že správní rada bude bránit přesunu pravomocí k akcionářům.

<sup>325</sup> Viz právní úprava obsažená v delawarském zákoně v § 102 (b) (1) DGCL, která výslovně stanoví, že zakladatelská listina může obsahovat jakékoli ustanovení definující, omezující či regulující pravomoci ve společnosti, direktorů a akcionářů („any provision creating, defining, limiting and regulating the powers of the corporation, the directors, and the stockholders, or any class of the stockholders, or the members of a nonstock corporation“).

#### 4.1.1. Alokace rozhodovacích pravomocí

Nejprve se podívejme na tu nejdůležitější z nich – pravomoc rozhodovací. Ač by se mohlo zdát, že otázka alokace rozhodovací pravomoci v akciové společnosti je zcela triviální, lze v jednotlivých právních řádech pozorovat řadu významných odlišností.

V common law zemích (USA) je řídicí pravomoc primárně svěřena do rukou správní rady, přičemž akcionáři mohou rozhodovat pouze o těch záležitostech, které do jejich působnosti svěřuje zákon nebo stanovy.<sup>326</sup> Správní radě je svěřena *reziduální pravomoc vést společnost*.<sup>327</sup> To vyplývá z principu oddělenosti řízení od vlastnictví v akciové společnosti, na základě něhož správní rada vystupuje jako zmocněnec akcionářů, kteří na ni delegují pravomoc spravovat a řídit společnost.

I v kontinentální Evropě národní právní úpravy svěřují pravomoc řídit společnost správní radě, resp. představenstvu v rozsahu reziduální (zbytkové) pravomoci. Na to navazuje zákonné vymezení působnosti valné hromady, kterým je dáno akcionářům právo podílet se do určité míry na řízení společnosti, což má za následek omezení reziduální pravomoci správní rady. Pro určení rozsahu rozhodovací pravomoci správní rady, příp. představenstva je proto určující vymezení působnosti valné hromady. Přístup k vymezení působnosti valné hromady bývá různý. Od vymezení valné hromady jako konečné instance, která může rozhodovat o všech záležitostech společnosti<sup>328</sup> až po taxativní výčet jednotlivých pravomocí, který je kogentně vymezen v zákoně a dispozitivně ve stanovách.<sup>329</sup>

Kogentního principu vymezení působnosti valné hromady se drží i tuzemská úprava, která jej zakotvuje v § 191 odst. 1 ObchZ. Na druhou stranu lze říci, že jednoznačné kogentní vymezení může být problematické. Vztahuje-li se taková úprava na společnosti všech velikostí, jako je tomu u tuzemské právní úpravy akciové společnosti, která byla navržena pro velké akciové společnosti, může menším nekótovaným společnostem (např. rodinného typu) působit potíže. Ty jsou díky tomu nuceny uzavírat zvláštní akcionářské dohody, kterými řeší otázky hlasování. Dalším problémem kogentního vymezení může být jeho neúplnost. To se stalo právě v Německu, kde z důvodu chybějící zákonem vymezené pravomoci valné hromady Nejvyšší spolkový soud vytvořil tzv. „Holzmüller“ doktrínu, dle níž je požadován souhlas valné hromady pro schválení dispozice s podstatnou částí majetku společnosti do

<sup>326</sup> V delawarském zákoně vymezuje působnost správní rady ustanovení § 141 (a) DGCL, podle něhož obchodní a ostatní záležitosti společnosti jsou spravovány a řízeny správní radou, s výjimkou těch záležitostí, které jsou uvedeny v DGCL a stanovách společnosti. ("the business and affairs of every shall be managed by or under the direction of a board of directors, except as may be otherwise provided in this chapter or in its certificate of incorporation.").

<sup>327</sup> Wymeersch, E.: Current Company Law Reform Initiatives in the OECD Countries. Challenges nad Opportunities. Working Paper 2001-04, Financial Law Institute, Universitéit Gent, 2001, s. 4.

<sup>328</sup> Tak tomu je např. ve Švédsku.

<sup>329</sup> Viz německá úprava.

dceřiné společnosti.<sup>330</sup> Tato doktrína umožnila extenzivní interpretaci nepsané působnosti valné hromady, což vyvolalo v Německu řadu spekulací a odborných diskuzí ohledně limitů působnosti valné hromady. Proto nakonec Spolkový soudní dvůr ve svých dalších významných rozhodnutích *Gelatine*<sup>331</sup> a *Macrotron*<sup>332</sup> vymezil užší mantinely pro nepsanou působnost valné hromady.

#### 4.1.1.1. Rozhodovací pravomoc uvnitř české akciové společnosti

Česká obchodněprávní úprava staví rozdělení rozhodovací pravomoci uvnitř akciové společnosti na axiomu silné autonomie představenstva.<sup>333</sup> Autonomie představenstva je založena na kogentním principu vymezení vztahu působnosti valné hromady a představenstva, který je zakotven v § 191 odst. 1 ObchZ. Podle tohoto ustanovení platí, že „*představenstvo rozhoduje o všech záležitostech společnosti, pokud obchodním zákoníkem nebo stanovami nejsou vyhrazeny do působnosti valné hromady nebo dozorčí rady*“. Přitom „*rozhodování o všech záležitostech společnosti*“ lze shrnout pod právní pojem „*obchodní vedení*“, k jehož zabezpečení zákon povolává představenstvo (§ 192 odst. 1 ObchZ). Obchodním vedením tuzemská právní věda<sup>334</sup> i judikatura<sup>335</sup> rozumí řízení společnosti, tj. zejména organizování a řízení její podnikatelské činnosti včetně rozhodování o podnikatelských záměrech. Obchodnímu vedení je přisuzován v právu obchodních společností kompetenční význam, neboť vymezuje okruh rozhodnutí, která jsou výlučnou doménou statutárního orgánu společnosti, a tvoří mez, za niž nemohou působit ani pokyny valné hromady.<sup>336</sup>

Rozhodovací pravomoc, která je zahrnuta pod pojem „obchodní vedení“, je v akciové společnosti zákonem dána do rukou představenstva. Přestože rozhodovací pravomoc představenstva v otázkách obchodního vedení má výlučnou povahu, do které nemohou zasahovat žádné jiné orgány společnosti, nelze z toho dovozovat, že by představenstvu bylo svěřeno rozhodování o veškerém dění ve společnosti. Jak potvrzuje judikatura Nejvyššího soudu ČR, **právo rozhodovat o těch nejzásadnějších otázkách, za které lze považovat rozhodování o kapitálové, majetkové a organizační struktuře společnosti, zákon**

<sup>330</sup> Viz rozhodnutí Spolkového soudního dvora ze dne 25.2.1982, sp.zn. II ZR 174/80 jehož závěrem bylo, že „*při závažných zásazích do práv a zájmů akcionářů, jakým je např. vyčlenění části podniku... je představenstvo nejen oprávněno podle § 119 odst. 2 akciového zákona, nýbrž také povinno vyžádat si souhlas valné hromady.*“

<sup>331</sup> Rozhodnutí Spolkového soudního dvora ve věci *Gelatine* ze dne 26.4.2004, sp.zn. II ZR 155/02, které zúžilo hranici pro nepsanou působnost valné hromady na rozhodování o reorganizaci či restrukturalizaci ve společnosti dotýkající se 75-80% majetku společnosti.

<sup>332</sup> Rozhodnutí Spolkového soudního dvora ve věci *Macrotron* (BGHZ 153, 47), které dovedlo působnost valné hromady pro rozhodnutí o ukončení kótace akcií (delisting), neboť to má dopad na převoditelnost akcií a tím může být dotčeno vlastnické právo akcionáře.

<sup>333</sup> Čech, P.: Vymezení části podniku a působnost valné hromady, Právní rádce 11/2006.

<sup>334</sup> Dědič, J.: a kol.: Obchodní zákoník. Komentář. III. díl. 1. vydání. Praha. Polygon. 2002, s.2383.

<sup>335</sup> Např. Rozhodnutí Nejvyššího soudu ČR ze dne 25.8.2004, sp.zn. 29 Odo 479/2003 či ze dne 5.10.2005, sp.zn. 5 Tdo 1208/2005. Jiné vymezení bylo obsaženo v rozhodnutí Nejvyššího soudu ČR ze dne 5.4.2006, sp.zn. 5 Tdo 94/2006, kde se uvádí jako „*organizace a řízení podniku, který náleží společnosti, řízení zaměstnanců, rozhodování o provozních záležitostech, tj. např. zásobování, odbyti, reklama, vedení účetnictví... apod.*“

<sup>336</sup> Černá, S., Čech, P.: Kde jsou hranice obchodního vedení? Právní fórum 11/2008, s. 453.

**výslovně přiznává akcionářům společnosti, kteří tak mohou vykonávat svůj vliv na řízení společnosti.**<sup>337</sup> Akcionáři tak mohou činit pouze na valné hromadě a to v tom rozsahu, v jakém je jim přiznán zákonem. Jazyk zákona označuje rozsah rozhodovacího oprávnění akcionářů jako působnost valné hromady, kterou vymezuje taxativním výčtem v § 187 odst. 1 ObchZ. Tento princip obchodní zákoník výslovně podtrhuje v odstavci druhém § 187 ObchZ, kde stanoví, že valná hromada si nemůže vyhradit k rozhodování záležitosti, které ji nesvěřuje zákon nebo stanovy. Zároveň z toho vyplývá, že taxativní výčet v § 187 odst. 1 ObchZ není úplný, neboť i jiné zákony mohou svěřit do působnosti valné hromady určité záležitosti. Těmi jsou např. rozhodování o fúzích, rozděleních a jiných přeměnách nebo o otázkách souvisejících s nabídkou převzetí, které byly v důsledku částečné dekodifikace obchodního zákoníku z roku 2008 přesunuty do Zákona o přeměnách, resp. Zákona o nabídkách převzetí. **Možnost rozšiřování působnosti valné hromady formou změny stanov sice lze dovodit z ustanovení § 187 odst. 2 ObchZ. To bude vždy narážet na zákonné limity působnosti ostatních orgánů společnosti.**<sup>338</sup> Pokud by působnost valné hromady byla rozšířena na úkor představenstva, bude takové rozšíření limitováno záležitostmi, které lze zahrnout pod obchodní vedení, které je výlučnou doménou představenstva. I zúžení rozsahu působnosti valné hromady ve stanovách pod rozsah vymezený zákonem nebude možné, neboť takové ujednání ve stanovách by se přičilo kogentně vymezené působnosti v zákoně.

Z vázanosti rozhodovací pravomoci valné hromady na výslovnou úpravu v zákoně nebo stanovách, pak vyplývají i právní důsledky takového rozhodnutí. Rozhodnutí přijaté mimo působnost valné hromady nebude mít žádné právní účinky (viz např. judikatura Nejvyššího soudu ČR k rozhodnutí o tom, že se společnost vzdává nároku na náhradu škody).<sup>339</sup>

#### 4.1.2. Alokace navrhovací pravomoci

S rozhodovací pravomocí úzce souvisí otázka, kdo je oprávněn činit návrhy na přijetí opatření, o kterých pak rozhoduje orgán s příslušnou rozhodovací pravomocí. Správná alokace navrhovací pravomoci totiž může výrazně ovlivnit přijímání určitých opatření ve

<sup>337</sup> Viz Rozhodnutí Nejvyššího soudu ČR ze dne 29.6.2005, sp.zn. 29 Odo 442/2004, které shruje, že „valná hromada je nejvýznamnějším orgánem společnosti, jehož prostřednictvím realizují společníci právo podílet se na řízení společnosti a přijímat rozhodnutí, zásadním způsobem ovlivňujícím další existenci a činnost společnosti, včetně rozhodování o personálním složení dalších orgánů společnosti, zatímco další orgány společnosti plní pouze funkce směřující k zajištění řádného chodu společnosti, a to představenstvo k jejímu obchodnímu vedení a dozorčí rada ke kontrole její činnosti.“

<sup>338</sup> Viz Rozhodnutí Nejvyššího soudu ČR sp.zn. 32 Cdo 500/2000 ze dne 1.6.2000: „Valná hromada akciové společnosti jako nejvyšší orgán této společnosti může rozhodovat o těch věcech akciové společnosti, které do její působnosti svěřuje zákon nebo stanovy a může svými usneseními zavazovat společnost, její funkcionáře a akcionáře, popřípadě, ale jen v rozsahu přípustném zákonem, další osoby. Přitom stanovy akciové společnosti nemohou platně svěřit do její působnosti rozhodování o věcech, o kterých podle kogentního ustanovení zákona rozhodovat nemůže – taková úprava ve stanovách by byla neplatná pro rozpor s kogentním ustanovením zákona“

<sup>339</sup> Rozhodnutí Nejvyššího soudu ČR ze dne 27. dubna 2005, sp. zn. 29 Odo 540/2004 a rozhodnutí Nejvyššího soudu ČR ze dne 1. června 2000, sp. zn. 32 Cdo 500/2000.

společnosti. Jinými slovy **možnost činit návrhy je základním předpokladem pro uplatňování vlivu na řízení společnosti**. Návrh jakýchkoli opatření uvnitř společnosti náleží v první řadě správní radě, resp. představenstvu jako orgánu, který o těchto opatřeních také rozhoduje. Nicméně aby i akcionáři měli možnost se účinně podílet na řízení společnosti a přijímat rozhodnutí na valné hromadě, obchodněprávní úpravy jim svěřují navrhovací pravomoc. Ta spočívá v tom, že orgán nadaný rozhodovací pravomocí musí o podaném návrhu závazným způsobem rozhodnout. Navrhovací pravomoc mají akcionáři pouze ve vztahu k valné hromadě a nemohou podávat závazné návrhy ve vztahu k záležitostem, které spadají do působnosti správní rady/představenstva.

Rozsah navrhovací pravomoci akcionářů řeší národní právní úpravy různě. Podstatnější rozdíl lze vidět opět mezi pravidly uplatňovanými v zemích common law a civil law. V zemích common law je volen restriktivnější přístup ke komunikaci mezi akcionáři a shánění podpory pro vzájemné návrhy. Naopak v zemích kontinentální Evropy lze nalézt pravidla, která usnadňují navrhovací pravomoc akcionářů. Shánění podpory mezi akcionáři je přitom významným prvkem, bez něhož by se akcionáři usilující o přijetí svých návrhů neprosadili.

Americká pravidla jsou založena na tzv. soutěži o plné moci (*proxy contest*), což je odůvodněno rozptýlenou vlastnickou strukturou akciových společností a nízkou osobní účastí akcionářů na valné hromadě. Akcionáři *de facto* hlasují již v okamžiku, kdy udělí někomu plnou moc. Chce-li tedy akcionář využít svého práva navrhnout přijetí určitého rozhodnutí, bylo by takové úsilí zcela zbytečné, pokud by neměl možnost shánět podporu pro svůj návrh. Akcionář ji shání již v okamžiku podávání svého návrhu. Americká úprava proto rozlišuje mezi tzv. vyžádanou (*solicited proxy*)<sup>340</sup> a nevyžádanou (*unsolicited proxy*) plnou mocí. Pokud akcionář vyplní formulář poskytnutý žádající osobou, znamená to, že poskytl vyžádanou plnou moc. Jestliže však použije vlastní formulář plné moci, nebo jmenuje zmocněnce na základě plné moci, příp. požaduje aby formulář plné moci žadatele mu byl zaslán bez předchozí iniciativy žadatele, pak to znamená, že poskytl nevyžádanou plnou moc. Jelikož by možnost žádat o plnou moc mohla být zneužita a svobodný výkon hlasovacích práv akcionáře by mohl být ohrožen, americká federální právní úprava dopadající na

<sup>340</sup> Vyžádaná plná moc je plná moc získaná na žádost managementu nebo nesouhlasících akcionářů. Může se jednat o tyto dokumenty: (i) žádost o plnou moc, (ii) žádost udělit nebo neudělit, příp. odvolat plnou moc, (iii) zařazení formuláře plné moci nebo jiné komunikace akcionářům za okolností, které povedou ke zprostředkování, pozastavení nebo odvolání plné moci - viz nařízení Rule 14a-1 (1).

kótované společnosti vyžadování plných mocí zakazuje,<sup>341</sup> resp. umožňuje pouze za přísně vymezených pravidel, která stanoví americká Komise pro cenné papíry.<sup>342</sup>

Naproti tomu tuzemská ani ostatní kontinentální právní úpravy nijak neomezují akcionáře ve shánění podpory pro své návrhy a staví navrhovací pravomoc akcionářů na institutu programu valné hromady, který musí být uveřejněn formou pozvánky v dostatečné době před konáním valné hromady. Valná hromada může rozhodovat pouze o těch otázkách, které jsou uvedeny na programu valné hromady. Svolává-li valnou hromadu představenstvo/správní rada, právní úpravy přiznávají akcionářům pro tento případ procesní právo zařadit určitý bod na program valné hromady (viz kapitola 5.4.3). Vedle toho právní úpravy dávají akcionářům procesní právo svolat valnou hromadu (viz kapitola 5.4.2). V evropských právních úpravách jsou navíc obsažena pravidla, jejichž účelem je usnadnit získávání podpory pro návrhy akcionářů, mezi něž patří povinná publicita protinávrhů akcionářů (viz kapitola 5.4.5.2) a další nástroje (viz kapitola 5.4.6).

#### 4.1.3. Alokace kontrolní pravomoci

Princip oddělenosti řízení od vlastnictví v akciové společnosti se promítá i do způsobu určení kontroly výkonu řízení společnosti. **V akciové společnosti nenáleží kontrolní pravomoc valné hromadě, resp. akcionářům.** Nemůže tomu tak být především z toho důvodu, že v rámci kontroly společnosti by akcionářům muselo být umožněno nahlížet do všech materiálů a dokumentů společnosti. Akcionář by tak mohl získávat informace důvěrné povahy. Toho by mohli využít konkurenční soutěžitelé, kterým by stačilo zakoupit na burze několik akcií a bránu k informacím by měli otevřenou. Tím by mohla být ohrožena samotná existence společnosti.

Kontrolní pravomoc je proto svěřena zvláštním orgánům k tomu určeným, v nichž tuto funkci vykonávají osoby s určitými vlastnostmi a jsou vázáni obdobnými povinnostmi, které zákon ukládá členům správní rady, resp. představenstvu. Zároveň bývá pravidlem, že do těchto orgánů jsou zvoleni zástupci významných akcionářů. V dualistickém systému je kontrolní pravomoc svěřena dozorčí radě. V monistickém systému pak tuto pravomoc vykonává správní rada, resp. především členové splňující podmínku nezávislosti, kteří se zpravidla sdružují do zvláštních výborů, např. výbor pro audit. Koncept výboru pro audit byl

<sup>341</sup> Viz § 14(a) Securities Exchange Act 1934.

<sup>342</sup> Ustanovení § 14(a) Securities Exchange Act 1934 opravňuje Americkou komisi stanovit taková pravidla pro vyžadování plné moci, která jsou nezbytná nebo vhodná ve veřejném zájmu nebo na ochranu investorů. Podle nařízení Rule 14(a)-3(a) žadatelé o plnou moc mají tyto povinnosti: (i) napsat prohlášení plné moci, které svým obsahem splňuje standard transparency pro prospekt a vyplnit formulář plné moci podle nařízení Americké komise Rule 14a-(4). (ii) podat prohlášení plné moci na Komisi a (iii) zaslat prohlášení plné moci a formulář plné moci ostatním akcionářům.



převzat evropskou legislativou a byl předepsán pro členské státy, které jej mají za povinnost uvést do svých právních řádů (viz kapitola 4.2.4.1).

## 4.2. Postavení orgánů v kótované společnosti

Pravomoci uvnitř akciové společnosti jsou rozděleny mezi orgány. Orgány akciové společnosti v první řadě vymezuje zákon. Vedle obligatorně (tj. ze zákona) vytvářených orgánů, může i valná hromada jako nevyšší orgán společnosti počet orgánů rozšířit o další orgány společnosti ve stanovách společnosti (§ 173 odst. 1 písm. g) ObchZ). Je zajímavé, že orgán společnosti jako takový není v zákoně definován. Právní věda orgán společnosti chápe jako vnitřní útvary společnosti bez právní subjektivity tvořené určitou osobou nebo skupinou osob, které zajišťují fungování obchodní společnosti jako právnické osoby buď ve vztahu ke třetím osobám, nebo uvnitř obchodní společnosti.<sup>343</sup>

Tuzemská platná právní úprava vychází z dualistického modelu organizačního uspořádání akciové společnosti, který je modifikací německého modelu. V českém modelu jsou to akcionáři, kteří na valné hromadě volí dva orgány dozorčí radu a představenstvo. Tato úprava je dispozitivní a obchodní zákoník výslovně umožňuje upravit ve stanovách společnosti i čistě německý model, podle něhož je to dozorčí rada, kdo volí představenstvo (§ 194 odst. 1 ObchZ). Tento systém byl ve vztahu ke kótovaným společnostem (resp. subjekty veřejného zájmu<sup>344</sup>) rozšířen na základě Zákona o auditorech a v souladu se Směrnicí o povinném auditu o třetí samostatný orgán, kterým je výbor pro audit. Lze shrnout, že tuzemskou organizační strukturu kótované akciové společnosti obligatorně tvoří čtyři různé orgány:

- Valná hromada
- Představenstvo
- Dozorčí rada
- Výbor pro audit

Vedle těchto orgánů velké kótované společnosti zřizují různé výbory např. výbor pro odměňování. Výbory jsou zpravidla zřizovány dozorčí radou.

<sup>343</sup> Dědič, J.: *a kol.*: Obchodní zákoník. Komentář. 1. díl. 1. vydání. Praha. Polygon. 2002, s.441.

<sup>344</sup> Zákon o auditorech vymazuje zvláštní skupinu společností, které jsou označeny jako subjekty veřejného zájmu. Podle § 2 písm. m) Zákona o auditorech do této skupiny spadají společnosti, jejichž cenné papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu a dále prakticky veškeré typy finančních institucí.

## 4.2.1. Valná hromada

### 4.2.1.1. Doktrinální pohled na povahu valné hromady

Valná hromada je obchodním zákoníkem prohlášována za nejvyšší orgán společnosti.<sup>345</sup> Z hlediska doktrinálního je českou právní vědou vyslovován názor, že valná hromada je orgánem, který je trvalé povahy a je tvořen všemi akcionáři.<sup>346</sup> Z toho pak plyne nutnost rozlišovat jednotlivé schůze (zasedání) valné hromady a valnou hromadu jako takovou. Lze však nalézt i oponující názory, podle nichž rozlišování mezi valnou hromadou jako orgánem a valnou hromadou jako zasedáním nemá žádný zákonný základ.<sup>347</sup> Pro tento názor svědčí argumenty, že valná hromada na rozdíl od ostatních orgánů společnosti nerozhoduje o svých zasedáních, nemá žádnou trvalou strukturu, neboť volí své vlastní orgány, a obchodní zákoník ji neukládá mimo její konání žádné další povinnosti. Z tohoto pohledu by valná hromada byla pouze *ad hoc* orgánem, který existuje pouze tehdy, pokud je řádně svolán, a po dobu, po kterou se koná, tedy v době uvedené v pozvánce na valnou hromadu.<sup>348</sup> Je otázkou, do jaké míry má tento teoretický spor dopad na praktický chod tohoto orgánu. S ohledem na funkci valné hromady určitě není důvod, aby byla považována za trvalý orgán. I v Německu a Rakousku je podle převládajícího názoru považována za *ad hoc* shromáždění akcionářů<sup>349</sup> a nikoli za trvalý orgán.<sup>350</sup> Valná hromada je svolávána ze zákonem stanovených důvodů k přijímání nezbytných usnesení. Tím, že je **formálně vytvářena *ad hoc*, jí není upřena povaha orgánu, který tvoří základní prvek organizační struktury akciové společnosti.**<sup>351</sup> Z hlediska funkčního valná hromada ve společnosti přetrvává od jejího vzniku i přes výměnu akcionářské základny, přičemž změna akcionářů nemá vliv na již přijatá rozhodnutí. **Valné hromadě tedy nelze upřít trvalost jako její charakterizující znak**, i když její zvláštnost spočívá v tom, že jako organizační jednotka je schopna činit rozhodnutí pouze na jejich konkrétních zasedáních.<sup>352</sup>

<sup>345</sup> Viz § 184 odst. 1 ObchZ.

<sup>346</sup> Viz stanovisko J. Dědiče: "Valná hromada je podle našeho názoru trvalým orgánem sro složeným ze všech společníků, který se schází k zasedání, aby na tomto zasedání společníci projevovali svou individuální vůli" in Dědič J. a kol.: Obchodní zákoník, Komentář II. díl., 1. vydání, Praha, Polygon 2002, s. 1098. Obdobná stanoviska zastávají ve svých komentářích i I. Pelikánová a I. Štenglová.

<sup>347</sup> Viz např. Rada, I.: Dozorčí rada obchodních společností, 2008, LINDE nakladatelství s.r.o., s. 129.

<sup>348</sup> Rada, I.: Dozorčí rada obchodních společností, 2008, LINDE nakladatelství s.r.o., s. 130.

<sup>349</sup> Viz § 118 odst. 1 AktG: "Die Aktionäre üben ihre Rechte in den Angelegenheiten der Gesellschaft in der Hauptversammlung aus, soweit das Gesetz nicht anderes bestimmt."

<sup>350</sup> Viz Kubis in Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, 2. Auflage, Verlag C.H.Beck, 2004, § 118 Rn. 11.

<sup>351</sup> Tamtéž.

<sup>352</sup> Viz závěry německé teorie v Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, 2. Auflage, Verlag C.H.Beck, 2004, § 118 Rn. 11.

#### 4.2.1.2. Funkce valné hromady

Valná hromada plní dvě základní funkce: (i) *informační funkci* a (ii) *rozhodovací funkci*. Obě tyto funkce byly v devadesátých letech v Evropě opomíjeny, neboť nebyly ze strany akcionářů dostatečně využívány. V posledních letech v souvislosti se zvýšeným vlivem institucionálních investorů a internacionalizací dochází v Evropě k ožívování funkcí valné hromady zejména její informační a komunikační funkce, což je dáno zájmem investorů o osud jejich investice.

Evropský volný pohyb zboží a služeb sebou do akciového práva přinesl trend internacionalizace (globalizaci) akcionářského portfolia a elektronizace procesů.<sup>353</sup> Začalo to mezinárodním obchodováním, které bylo umožněno elektronickým vypořádáním transakcí (clearing), na který od konce devadesátých let navázalo online obchodování s akciemi. Vstup zahraničních investorů do akciových společností si pak vyžádal nové postupy pro výkon jejich práv. Zatímco elektronické obchodování s cennými papíry se bez větších problémů etablovalo na straně trhu, na straně obchodního práva a obchodních společností má co dohánět. Akcie lze nakoupit kliknutím myši, avšak akcionář svá práva tímto způsobem vykonávat nemůže. Elektronizace těchto procesů tedy nabízí řešení pro dříve neřešitelné logistické a nákladové problémy a může iniciovat takové změny v národních právech, které umožní akcionářům vykonávat hlasovací práva celosvětově.

**Pro zajištění základních funkcí valné hromady** (tj. funkce informační a rozhodovací) **není nezbytné fyzické shromáždění akcionářů. Jako základní informační instrument akciové společnosti mohou sloužit její internetové stránky**, které by pro akcionáře měly sloužit jako informační centrála. Na komunitární úrovni jsou internetové stránky považovány jako nepostradatelný komunikační prvek vůči akcionářům v každé kótované společnosti – viz např. Směrnice o hlasovacích právech v preambuli (bod 6), která předpokládá, že všechny společnosti s kótovanými akciemi internetové stránky již mají.

Jelikož osobní účast akcionáře na valné hromadě nebývá zpravidla nutná a lze ji zajistit prostřednictvím zástupce akcionáře na základě plné moci nebo pomocí elektronického hlasování, akcionář bude moci předat svoji vůli touto cestou. Význam valné hromady jako fyzického shromáždění se posunuje směrem k virtuální platformě bez fyzické účasti akcionářů, která jim předá informace a získá jejich projev vůle. V této souvislosti si lze klást otázku, pokud bude možné zajistit, aby valná hromada fungovala na bázi vzdáleného přístupu

<sup>353</sup> Noack, U.: Information, Kommunikation und Entscheidung – Zur Corporate Governance der Hauptversammlung europäischer Aktiengesellschaften, s. 6 dostupné na [www.jura.uni-duesseldorf.de/cbe](http://www.jura.uni-duesseldorf.de/cbe).

pomocí elektronického předávání informací, existují argumenty, proč by se valná hromada měla konat ve formě shromáždění osob v sále?

Pro shromáždění akcionářů mluví nezbytnost vzájemné komunikace a interakce mezi akcionáři na valné hromadě. To je také důvodem, proč je valná hromada ve stávajícím pojetí chápána jako fyzické shromáždění akcionářů na určitém místě, kde mohou akcionáři vzájemně komunikovat. Bez zákonného ukotvení elektronických valných hromad, lze stěží akceptovat, aby si akciové společnosti ve svých stanovách upravily pořádání elektronických valných hromad. Interakce jako základní charakteristika konání valné hromady může být základním argumentem, který by mohl bránit elektronickému hlasování.

S ohledem na stoupající rozptýlenost akcionářské struktury bude do budoucna nutné uvažovat o takové obchodněprávní úpravě, která **konání elektronických (internetových) valných hromad zakotví v zákoně jako rovnocennou alternativu ke stávajícím sálovým valným hromadám**. Pro elektronické (internetové) valné hromady by přitom nemusela platit omezení v čase, která jsou charakteristická pro klasické valné hromady, a omezují konání valné hromady na jeden den.

Na komunitární úrovni není valná hromada v akciové společnosti předmětem harmonizace. Poslední návrh Páté směrnice o obchodních společnostech z roku 1991 předvídal detailní úpravu valné hromady. Tento harmonizační pokus nevyšel a současné komunitární právo se soustředí na výkon práv akcionáře na valné hromadě a jeho cílem je posílit vliv akcionáře na řízení společnosti. I tato regulační cesta ve své podstatě fungování valné hromady upravuje. Valnou hromadu proto dále budeme zkoumat v kapitole 5. z pohledu práv akcionáře.

#### 4.2.2. Představenstvo

Z hlediska dělby moci náleží představenstvu nejširší rozhodovací pravomoc ve společnosti. Slovy zákona „*představenstvo rozhoduje o všech záležitostech společnosti, pokud obchodním zákoníkem nebo stanovami nejsou vyhrazeny do působnosti valné hromady nebo dozorčí rady*“.<sup>354</sup> Rozhodování o všech záležitostech společnosti lze shrnout pod pojem obchodní vedení (viz kapitola 4.1.1.2). Můžeme mluvit o tzv. *vnitřní působnosti*.<sup>355</sup> Rozhodováním představenstva o záležitostech společnosti (o obchodním vedení) se vytváří vůle společnosti. Na rozhodnutí učiněné v rámci obchodního vedení zpravidla navazuje

<sup>354</sup> Viz druhá věta § 191 odst. 1 ObchZ.

<sup>355</sup> Dědík, J.: a kol.: Obchodní zákoník. Komentář. III. díl. 1. vydání. Praha. Polygon. 2002, s.2378.

právní jednání ve vztahu k třetím osobám,<sup>356</sup> proto zákon svěřuje do působnosti představenstva také jednání jménem společnosti navenek (tzv. *vnější působnost*), když jej ustanovuje statutárním orgánem.<sup>357</sup> Právními jednáními (právními úkony) se tak realizují rozhodnutí o obchodním vedení.<sup>358</sup>

Obchodní zákoník považuje vymezení působnosti představenstva za nezbytnou součást stanov společnosti (§ 173 odst. 1 písm. g) ObchZ). Teoreticky by z toho bylo možné dovozovat, že působnost představenstva může být libovolně vymezena ve stanovách společnosti. Tento závěr však nelze učinit, neboť vymezení působnosti ve stanovách naráží na kogentní úpravu obchodního zákoníku, která určuje některé otázky do výlučné působnosti valné hromady a dozorčí rady. To znamená, že **je téměř nemožné rozšiřovat působnost představenstva o otázky, které zákon svěřuje valné hromadě a dozorčí radě.** Více prostoru lze nalézt pro zúžení působnosti představenstva.

#### 4.2.2.1. Omezení působnosti představenstva

Při zkoumání možnosti omezení působnosti představenstva nalézá uplatnění rozlišení působnosti představenstva na vnější a vnitřní.<sup>359</sup> Narozdíl od vnitřní působnosti spočívající v obchodním vedením, v němž žádný jiný orgán nemůže představenstvo omezit,<sup>360</sup> vnější působnost, tj. jednatelské oprávnění představenstva, omezena být může. Jednání představenstva může být omezeno jak ze strany valné hromady,<sup>361</sup> tak i ze strany dozorčí rady<sup>362</sup>.

Ve stanovách může být jednání představenstva vázáno na souhlas valné hromady. Takové omezení se však v případě kótovaných společností jeví jako velmi nepraktické. Proto české kótované společnosti využívají možnosti, které jim nabízí dualistická struktura, a vážou určitá jednání představenstva ve svých stanovách na předchozí souhlas dozorčí rady.<sup>363</sup> Narozdíl od úpravy německé, kde se představenstvo může dovolat konečného rozhodnutí u valné hromady,<sup>364</sup> česká právní úprava překonání neuděleného souhlasu nebo stanoveného zákazu neumožňuje.

<sup>356</sup> Rozhodnutí Nejvyššího soudu ČR ze dne 5.4.2006, sp.zn. 5 Tdo 94/2006.

<sup>357</sup> Viz první věta § 191 odst. 1 ObchZ.

<sup>358</sup> Rozhodnutí Nejvyššího soudu ČR ze dne 25.8.2004, sp.zn. 29 Odo 479/2003.

<sup>359</sup> *Dědič, J.: a kol.: Obchodní zákoník. Komentář. III. díl. 1. vydání. Praha. Polygon. 2002, s.2378.*

<sup>360</sup> Viz § 194 odst. 4 ObchZ. Pokud by představenstvu byl dán pokyn např. ze strany valné hromady, bude třeba takové rozhodnutí považovat za nicotné – viz Rozhodnutí Nejvyššího soudu ČR ze dne 1.6.2000, sp.zn. 32 Cdo 500/2000 „...*jestliže valná hromada rozhodla o věci, o které v rámci své působnosti rozhodovat nemůže, neboť do její působnosti takové rozhodování nepatří, nemá takové rozhodnutí žádné právní účinky.*“ Nicméně lze však omezit obchodní vedení společnosti, která je řízena na základě ovládací smlouvy podle § 190b odst. 2 ObchZ.

<sup>361</sup> To lze dovodit z možnosti valné hromady založit si ve stanovách působnost pro další otázky v § 187 odst. 1 písm. n) ObchZ ve spojení s § 191 odst. 2 ObchZ.

<sup>362</sup> Viz výslovná úprava v § 201 odst. 4 ObchZ, která zakládá působnost dozorčí rady vázat jednání představenstva na její souhlas, příp. určitá jednání zakázat.

<sup>363</sup> Např. Telefónica O2 – čl. 14, odst. 4 Stanov, ČEZ – čl. 19, odst. 9 Stanov.

<sup>364</sup> Viz § 111 odst. 4 AktG.

Valná hromada může do určité míry omezit působnost představenstva i tím, že schválí obecné zásady či konkrétní pokyny. Cestou pokynů a zásad může valná hromada ovlivňovat rozhodování představenstva. Pro představenstvo jsou závazné pouze ty pokyny a zásady, které jsou v souladu se zákonem a stanovami (§ 194 odst. 4 ObchZ). Nicméně v kótovaných společnostech bude udělování pokynů nepraktickým řešením, neboť pokyn je svojí povahou příkaz, který se musí vztahovat ke konkrétní situaci. Naopak stanovení určitých zásad, které budou upravovat postup představenstva v předem vymezených situacích, se jeví jako vhodný prostředek pro usměrňování rozhodnutí. Narozdíl od pokynů, které se nemohou dotýkat sféry obchodního vedení, zásady budou vždy usměrňovat rozhodování představenstva i v otázkách obchodního vedení.

Zákon staví najisto, že omezení jednatelského oprávnění představenstva nemá účinnost vůči třetím osobám (§ 192 odst. 2 ObchZ). Důvodem pro takový přístup je zajištění právní jistoty kontrahentů vstupujících do smluvních vztahů se společností. V případě, že představenstvo překročí takové omezení, bude právní úkon společnost zavazovat. Takové jednání zakládá odpovědnost členů představenstva. V případě vzniku škody připadá v úvahu odpovědnost za škodu podle § 194 odst. 5 ObchZ. Nejvyšší soud ČR dovodil<sup>365</sup> vznik škody, pokud překročením jednatelského oprávnění došlo k uzavření smlouvy, která společnosti přinesla nadbytečnou majetkovou hodnotu, která nemohla mít pro její podnikání účelný a reálný ekonomický přínos.<sup>366</sup> Vedle zákonné odpovědnosti za škodu lze uvažovat o sjednání i jiných právních následků pro případ překročení omezení jednatelského oprávnění například formou smluvní pokuty.

#### 4.2.2.2. Přenesení působnosti

Kótované společnosti jsou zpravidla velké kolosy s tisíci zaměstnanci a miliardovými obraty. Pokud by i v těchto společnostech muselo představenstvo v rámci své pravomoci k obchodnímu vedení skutečně rozhodovat o všech záležitostech společnosti, šlo by o nesplnitelný úkol.<sup>367</sup> Proto uvnitř společnosti dochází k rozdělení pravomoci na horizontální úrovni mezi členy představenstva, kdy každý z nich je zpravidla pověřen určitými úkoly.

<sup>365</sup> Rozhodnutí Nejvyššího soudu ČR ze dne 21.5.2008, sp. zn. 29 Odo 1118/2006.

<sup>366</sup> Při rozhodování, zda v důsledku uzavření smlouvy vznikla společnosti škoda nelze vystačit pouze s mechanickým porovnáním částky, kterou společnost na základě uzavření smlouvy plnila a hodnoty plnění, jež z této smlouvy získala. Je nutno vzít v úvahu též účelnost a reálný ekonomický přínos takto nabytých hodnot pro společnost vzhledem k jejímu předmětu podnikání, jejím potřebám a majetkovým poměrům. Nepřinesl-li posuzovaný úkon společnosti přínos, který vy se adekvátně (alespoň) nepřímo odrazil v účelu, pro který byla společnost založena (zpravidla v ekonomické výkonnosti jejího podniku, je-li tímto účelem podnikání), není možné bez dalšího uvažovat o tom, že se majetek společnosti nezmenšil a že jí tudíž nevznikla škoda. Náklady vynaložené na nevhodnou a z hlediska účelu, pro který byla společnost založena, zcela nadbytečnou majetkovou hodnotu, kterou není možné dál zpeněžit (např. zbytečně přijaté služby, užívací právo, právo nájmu atd.), anebo kterou lze zpeněžit pouze se ztrátou, je nutno považovat za škodu se všemi důsledky z toho plynoucími.

<sup>367</sup> Srov. rozhodnutí Nejvyššího soudu ČR ze dne 27. února 2007, sp. zn. 29 Odo 1108/2005, kde soud poznamenává, že jistě by např. nebylo možné učinit závěr, že v každé obchodní společnosti (tedy např. i společnosti s tisíci zaměstnanci a miliardovým obrátem) musí o zaplacení každého dluhu rozhodovat v rámci obchodního vedení statutární orgán.

m, že schvální  
ada ovlivňovat  
ny a zásady,  
v kótovaných  
svoji povahou  
h zásad, které  
í jako vhodný  
a dotýkat sféry  
a i v otázkách

nemá účinnost  
zajištění právní  
V případě, že  
izovat. Takové  
řipadá v úvahu  
65 vznik škody,  
rá společnosti  
ikání účelný a  
vat o sjednání  
nění například

a miliardovými  
své pravomoci  
osti, šlo by o  
na horizontální  
určitými úkoly.

rováním částky.  
nu též účelnost a reálný  
jektovým poměrům.  
yla společnost  
ažovat o tom, že se  
pro který byla  
lužby, užívací práva  
lynoucimi.  
e jistě by např. nebylo  
atem) musí o zaplacení

Obvyklé je rozdělení na záležitosti finanční, provozní, obchodní, personální a právní. Jednotliví členové odpovídají za svoji oblast. Tuto oblast řídí, kontrolují a obsazují jim podřízenými zaměstnanci. Představenstvo může rovněž jako celek přenést část své rozhodovací pravomoci mimo svoji orgánovou strukturu na určitou osobu, je-li to odůvodněno potřebou zajistit rozhodování v určité odborně náročné oblasti. **Přenesení působnosti interně uvnitř společnosti at' již mezi členy představenstva či na někoho třetího nezbavuje představenstvo odpovědnosti za výkon obchodního vedení, která v takovém případě bude spočívat v kontrolní činnosti pověřených osob.**<sup>368</sup>

Představenstvo zpravidla vytváří řadu vedoucích pozic, do nichž dosazuje osoby, které jsou v přímé řídicí působnosti představenstva, jde zpravidla o funkce generálního ředitele, finančního ředitele a jiných ředitelů (např. obchodní ředitel, ředitel výroby, ředitel pro právní záležitosti). Představenstvo na tyto osoby přenáší řídicí pravomoci pro příslušné oblasti řízení společnosti. Tyto osoby společně se členy představenstva tvoří vrcholný management společnosti. Ve velkých společnostech se tyto osoby pravidelně schází a organizují v různých poradních výborech např. řídicích výbor (*executive committee*) nebo výbor pro strategii, které jsou poradními orgány představenstva.

Právní režim osob ve vrcholném managementu se odlišuje od právního režimu, kterému podléhají osoby v představenstvu a dozorčí radě. Právní vztah členů představenstva a dozorčí rady ke společnosti je čistě obchodněprávní. Naproti tomu právní vztah ostatních osob ve vrcholném managementu ke společnosti je pracovněprávní. Praktický dopad tohoto rozdílu je takový, že akcionáři nemají možnosti na valné hromadě odvolávat a jmenovat osoby ve vrcholném managementu. Tyto osoby může podle zvláštní pracovněprávní úpravy dle § 73 odst. 3 Zákoníku práce<sup>369</sup> jmenovat či odvolávat pouze představenstvo jako statutární orgán společnosti.

Přestože osoby ve vrcholném managementu podléhají jinému právnímu režimu z hlediska vztahu vůči společnosti, právo kapitálového trhu vidí v jejich řídicí pozici stejná rizika jako u osob v představenstvu a dozorčí radě. Všechny tyto osoby mají přístup k vnitřním informacím společnosti, mohou činit uvnitř společnosti zásadní rozhodnutí a rozhodují o odměnách. Právo kapitálového trhu proto tuto skupin osob zahrnuje do své regulace a ukládá jim určité

<sup>368</sup> Tento závěr potvrzuje i Rozhodnutí Nejvyššího soudu ČR ze dne 24. března 2005, sp.zn. 8 Tdo 124/2005, ve kterém se uvádí, že představenstvo odpovídá za své rozhodnutí, jímž přeneslo část výkonu své působnosti na určitou osobu, a to především za výběr takové osoby s ohledem na její odborné schopnosti, znalosti a způsobilost svěřené úkoly řádně plnit. Na to navazuje, že jestliže představenstvo určitou osobu pověřilo nějakou činností, aniž by jí konkrétněji vymezilo a určilo, nezbavilo se tím povinností sledovat a dohlížet na to, jakým způsobem jsou svěřené činnosti prováděny. Tato kontrolní činnost... vychází z požadavku na výkon působnosti této funkce s péčí řádného hospodáře, jak má na mysli ust. 194 odst. 5 ObchZ... Takový požadavek vede k tomu, aby každý z členů představenstva zajistil, aby činnosti, které jsou vykonávány či zajišťovány představenstvem, byly prováděny s dobrou péčí, tedy ku prospěchu společnosti tak, aby nebyly poškozovány zájmy společnosti a jejich akcionářů, ale naopak, aby pro ni byly přínosné.

<sup>369</sup> Jde o tzv. osoby v přímé řídicí působnosti statutárního orgánu a v přímé řídicí působnosti vedoucího zaměstnance přímo podřízeného statutárnímu orgánu.

zvláštní povinnosti. V ZKPT jsou tyto osoby definovány jako vedoucí osoby<sup>370</sup> a osoby s řídicí pravomocí. Zákonná definice osoby s řídicí pravomocí podle § 2 odst. 1 písm. b) ZPKT v sobě zahrnuje vedoucí osoby a dále dozorčí radu nebo jiný dozorčí orgán, jejich členy a osobu, která v rámci emitenta činí rozhodnutí, které může ovlivnit budoucí vývoj a podnikovou strategii emitenta, a která má přístup k vnitřním informacím. Právě tato třetí podskupina osob je určena nejšířejí. Logicky tato skupina bude zahrnovat generálního ředitele, finančního ředitele a další výkonné ředitele, které jsou v přímém vztahu vůči představenstvu. Podle metodiky ČNB<sup>371</sup> přitom platí, že za výkonného ředitele je považována osoba, která podléhá přímo představenstvu a řídí činnost společnosti jako celku – typicky generální ředitel. V případě, že představenstvu podléhá více na sobě nezávislých ředitelů odpovědných za podstatné části úkolů obvykle svěřovaných generálnímu řediteli, jsou vedoucími osobami i oni. O všech těchto osobách musí kótovaná společnost uvádět informace ve výroční zprávě<sup>372</sup> a tyto osoby podléhají dohledu regulátora,<sup>373</sup> neboť mají povinnost oznamovat ČNB transakce s investičními nástroji (tzv. manažerské obchody).<sup>374</sup>

#### 4.2.2.3. Složení představenstva

Nejde-li o jednočlennou akciovou společnost, což v případě kótovaných akciových společností v praxi ani nepřipadá v úvahu, minimální počet členů představenstva nemůže být nižší než tři (§ 194 odst. 3 ObchZ). České kótované společnosti mají obvykle 3 až 7 členů představenstva. Vyšší počet členů bývá zpravidla odůvodněn větší velikostí společnosti, kde je vyšší počet členů nezbytný, aby každý z nich odpovídal za určitou oblast ve společnosti. Přesné vymezení pravomoci při řízení společnosti mezi jednotlivými členy představenstva umožňuje snadnější kontrolu výkonu jeho funkce a také dovolávání se jeho odpovědnosti. Vymezení těchto pravomocí bývá v praxi specifikováno ve smlouvě o výkonu funkce.

#### 4.2.2.4. Volba členů představenstva

Většina velkých českých kótovaných společností využívá německého modelu organizačního uspořádání společnosti, který svěřuje pravomoc volit a odvolávat členy představenstva do působnosti dozorčí rady. Jsou to především ty největší společnosti s rozsáhlou akcionářskou základnou, které se tím chtějí vyhnout případným obstrukcím a

<sup>370</sup> Vedoucí osobou podle § 2 odst. 1 písm. a) ZPKT je člen statutárního orgánu, statutární orgán, výkonný ředitel právnické osoby nebo osoba, která jiným způsobem skutečně řídí činnost právnické osoby.

<sup>371</sup> Viz dokument označený jako Obsahové náležitosti výroční zprávy a konsolidované výroční zprávy emitenta kótovaného cenného papíru za rok 2008 vydaný dne 2.2.2009.

<sup>372</sup> Viz § 118 odst. 4 ObchZ.

<sup>373</sup> Viz § 135 odst. 1 písm. t) ObchZ.

<sup>374</sup> Viz § 125 odst. 5 ObchZ.



potížím, k nimž by mohlo docházet při volbě na valné hromadě. Tuzemská právní prava nepřebírá německý model důsledně, neboť na rozdíl od německého modelu<sup>375</sup> předsedu představenstva volí vždy členové představenstva (§ 194 odst. 3 ObchZ). Zvolí-li si akciová společnost tento model, musí být upraven ve stanovách společnosti, které musí zároveň určit i způsob, jakým dozorčí rada členy představenstva volí a odvolává (§194 odst. 1 ObchZ). Podle prof. Dědiče to znamená určení, kdo a jakým způsobem navrhuje volbu a odvolání.<sup>376</sup> Pokud by to ve stanovách obsaženo nebylo, mohl by *ad-hoc* zvolený způsob volby považován pro rozpor se zákonem za neplatný a členové představenstva by museli být voleni i nadále valnou hromadou.<sup>377</sup>

Členové představenstva jsou voleni vždy na určité funkční období, které bývá upraveno ve stanovách. Kótované společnosti se často odchyľují od zákonem předepsaného pětiletého funkčního období. Délka funkčního období se pohybuje v rozmezí od 1 roku<sup>378</sup> až do zákonného maxima 5 let.

Tuzemská právní úprava neváže právo odvolat členy představenstva na žádné důvody, jako je tomu např. v Německu,<sup>379</sup> ani nestaví složení představenstva na principu stupňovitého funkčního období (*staggered board*), jak tomu bývá ve Spojených státech,<sup>380</sup> proto stanovení funkčního období však nemá zásadnější význam. **Možnost členy představenstva kdykoli odvolat dává volitelskému orgánu velmi silnou disciplinující pravomoc.** V tuzemském systému s většinovým vlastníkem zůstává tato pravomoc v rukou většinového akcionáře, který bude mít vždy rozhodující slovo bez ohledu na to, zda je představenstvo voleno na valné hromadě nebo v dozorčí radě. Pokud jsou členové představenstva voleni akcionáři na valné hromadě, má nespokojený většinový akcionář možnost požádat prostřednictvím svého procesního práva svolat mimořádnou valnou hromadu a nevyhovující členy odvolat. Jelikož svolávání valné hromady je administrativně obtížnější proces, je to i jeden z důvodů přenesení této působnosti na dozorčí radu, která je jako orgán flexibilnější. I když

<sup>375</sup> Podle německé úpravy platí, že dozorčí rada volí spolu s volbou členů představenstva i jeho předsedu – viz § 84 odst. 2 AktG.

<sup>376</sup> *Dědič, J.: a kol.: Obchodní zákoník. Komentář. III. díl. I. vydání. Praha. Polygon. 2002, s.2403.*

<sup>377</sup> K tomu závěru došel slovenský Nejvyšší soud ve svém rozhodnutí ze dne 20.února 1998, sp.zn. Obdo V.23/97.

<sup>378</sup> Délka 1 roku je spíše výjimkou, lze ji nalézt u společnosti Philip Morris ČR.

<sup>379</sup> V Německu lze podle § 84 odst. 3 AktG odvolat člena představenstva před uplynutím funkčního období pouze z důležitých důvodů. Takovým důvodem může být zejména hrubé porušení povinností, nezpůsobilost k řádnému výkonu obchodního vedení příp. ztráta důvěry na straně valné hromady.

<sup>380</sup> Americká právní úprava umožňuje 2 typy správních rad založené buď (i) na jednotném nebo (ii) na stupňovité uspořádání. Do jednotné správní rady jsou voleni všichni její členové současně a vykonávají funkci po dobu, dokud nejsou odvoláni nebo se nevdávají funkce (§ 141 (b) DGCL). Při stupňovitém uspořádání jsou členové správní rady rozděleni do několika skupin zpravidla do tří, přičemž funkční období každé ze skupin se liší, neboť funkční období trvá 1-3 roky (§ 141 (d) DGCL). V praxi má většina společností zřízeno stupňovité uspořádání, které brání akcionářům vyměnit (odvolat) bez jakéhokoli důvodu většinu členů správní rady po dobu 2 let. Jelikož tento způsob uspořádání omezuje odvolání všech členů, jsou tím výrazně ovlivněny souborje mezi akcionářskými skupinami o výměnu správní rady a tím je ovlivněn i výsledek nepříteľské nabídky převzetí, neboť ovládací osoba, která získá kontrolní balík akcií, nemůže najednou vyměnit všechny členy správní rady a musí 2 roky čekat. Jak tvrdí *Bebchuk in Bebchuck, L., Cohen, A.: The Costs of Entrenched Boards*, Harvard - John M. Olin Center for Law - 06/2004 and 09/2004 společnosti s tímto stupňovitým uspořádáním jsou spojeny s nižší hodnotou společnosti.

samozřejmě v dozorčí radě pozici většinového akcionáře trochu oslabuje systém povinné účasti zaměstnanců (viz kapitola 4.2.3.3).

### 4.2.3. Dozorčí rada

Dozorčí rada jako druhý obligatorně zřizovaný orgán akciové společnosti je primárně kontrolním orgánem, kterému je ze zákona svěřena kontrolní pravomoc.<sup>381</sup> Na rozdíl od představenstva a valné hromady vymezuje obchodní zákoník její působnost pozitivně.<sup>382</sup> Její vymezení je roztroušeno v různých částech obchodního zákoníku. Přestože rozšíření působnosti dozorčí rady úpravou ve stanovách je v zásadě možné (§ 173 odst. 1 písm. g) ObchZ), naráží na limity výlučné působnosti valné hromady a reziduální (zbytkové) působnosti představenstva.<sup>383</sup>

Smyslem existence dozorčí rady jako druhého orgánu není plnit funkce, které neodmyslitelně náleží správním radám v monistickém systému, i když se jim po posledních reformách ve světě blíží. Naopak **dozorčí by měla fungovat jako zprostředkující mezičlánek mezi představenstvem a akcionáři, který je blíže akcionářům.** Její existence v dualistických systémech v určitých případech oslabuje některá akcionářská práva, např. akcionářské právo žalovat členy představenstva o náhradu škody. Důvodem, proč dualistické systémy toto právo tradičně poskytují dozorčí radě, je skutečnost, že právě dozorčí rada má více informací a má tedy ty nejlepší předpoklady pro zhodnocení, zda podání žaloby na náhradu škody je účelné.

#### 4.2.3.1. Kontrolní funkce dozorčí rady

Kontrolní činnost dozorčí rady spočívá nejen v dohledu nad výkonem působnosti představenstva<sup>384</sup> ale i nad celou podnikatelskou činností společnosti. Dozorčí rada vykonává dohled i nad ostatními zaměstnanci společnosti zejména výkonným managementem. Z hlediska časového lze kontrolní činnost rozdělit na kontrolu *ex post*, tj. kontrolu činností již vykonaných a kontrolu *ex-ante*, která spočívá v tom, že k určitým jednáním mohou stanovy

<sup>381</sup> Zákonem je její působnost je vymezena jako dohled na výkon působnosti představenstva a uskutečňování podnikatelské činnosti společnosti - § 197 odst. 1 ObchZ.

<sup>382</sup> Dědič, J.: a kol.: Obchodní zákoník. Komentář. III. díl. 1. vydání. Praha. Polygon. 2002, s.2452. Prof. Dědič zde rozlišuje působnost dozorčí rady ve vztahu k valné hradě, představenstvu, akcionářům, zaměstnancům a třetím osobám.

<sup>383</sup> Jak uvádí Štenglová, I (in Štenglová/Plíva/Tomsa a kolektiv: Obchodní zákoník komentář, 12. vydání, 2009, Beck, s. 683) rozšíření působnosti je možné, pokud tak není činěno na úkor jiného povinně zřizovaného orgánu.

<sup>384</sup> Obdobně v Německu srov. § 111 odst. 1 AktG – *Überwachung der Geschäftsführung*. Aby tuto svoji dohlížecí pravomoc mohla dozorčí rada vykonávat náleží jí *das Einsichtsrecht* podle § 111 odst. 2 AktG a *das Informationsrecht* podle § 90 AktG. Podle § 90 AktG má představenstvo povinnost poskytovat dozorčí radě pravidelné informace o zamýšlené obchodní politice, rentabilitě, chodu obchodu a dalších významných otázkách. Jelikož pravidelná informační povinnost není dostatečná pro výkon dohledu, je každý člen dozorčí rada oprávněn kdykoli požadovat zprávy o záležitostech společnosti (§ 90 odst. 3 AktG). Vedle toho je dozorčí rada oprávněna nahlížet a zkoumat účetní knihy a dokumenty (§ 111 odst. 2 AktG).

nebo zákon vyžadovat předchozí souhlas dozorčí rady, příp. dozorčí rada může určitá jednání zakázat.<sup>385</sup>

V právní teorii ani praxi nebylo dosud vyřešeno, zda právo kontroly náleží pouze dozorčí radě jako celku nebo také jednotlivým členům dozorčí rady. Výkladový problém totiž způsobuje odstavec 2 v § 197 ObchZ, z něhož by bylo možné dovozovat, že právo kontroly náleží jednotlivým členům dozorčí rady,<sup>386</sup> kteří by mohli vykonávat toto právo kdykoli podle svého uvážení a to bez ohledu na to, zda o tom rozhodla dozorčí rada jako celek. Podle názoru prof. Dědiče je však nutné odstavec druhý vykládat v logické spojitosti s odstavcem prvním, neboť odstavec druhý vymezuje pouze nástroje, které mají členové dozorčí rady pro svoji kontrolní činnosti k dispozici.<sup>387</sup> Z toho dovozuje závěr, že jednotliví členové dozorčí rady mohou využívat kontrolní nástroje, jen když o provedení kontroly rozhodne dozorčí rada. Při tomto výkladu přitom vychází z výslovné německé úpravy, která jednoznačně svěřuje výkon práva kontroly pouze dozorčí radě jako celku a zároveň výslovně stanoví, že k provedení kontroly může dozorčí rada pověřit jednotlivé své členy.<sup>388</sup> Kontrolní pravomoc dozorčí rady jako celku potvrzuje i německá judikatura.<sup>389</sup>

#### 4.2.3.2. Jiné funkce dozorčí rady

Primární funkce dozorčí rady v české právní úpravě je kontrolní. Bez výslovného zákonného zakotvení nemůže dozorčí rada jiné činnosti ve společnosti vykonávat. Dozorčí rada bývá v dualistických systémech pravidelně využívána jako nástroj na potlačení konfliktu zájmů mezi členy představenstva a společností.<sup>390</sup> Tuzemská úprava takové generální zmocnění dozorčí radě neposkytuje. Obchodní zákoník zmocňuje dozorčí radu k zastupování společnosti pouze v některých soudních řízeních.

V prvním případě je podle § 131 odst. 1 v spojení s § 183 odst. 1 ObchZ člen dozorčí rady oprávněn zastupovat společnost ve sporu o vyslovení neplatnosti usnesení valné hromady.

<sup>385</sup> Obdobně i v Německu lze podle § 111 odst. 4 AktG vázat určitá jednání na souhlas dozorčí rady. Tato úprava je však dokonalejší v tom, že řeší situaci, kdy dozorčí rada odmítne souhlas dát. V takovém případě se může představenstvo obrátit na valnou hromadu, která může 2/3 většinou rozhodnutí dozorčí rady přehlasovat.

<sup>386</sup> Podle § 197 odst. 2 ObchZ platí: „Členové dozorčí rady jsou oprávněni nahlížet do všech dokladů a záznamů týkajících se činnosti společnosti a kontrolují, zda účetní zápisy jsou řádně vedeny v souladu se skutečností a zda podnikatelská činnost společnosti se uskutečňuje v souladu s právními předpisy, stanovami a pokyny valné hromady.“

<sup>387</sup> Viz stanovisko Prof. Dědiče k rozsudku Vrchního zemského soudu Frankfurt nad Mohanem (SRN): Odvolání člena dozorčí rady pro přisvojení pravomoci celé dozorčí rady, publikovaný v Obchodně právní revue č. 3/2009, 10.3.2009.

<sup>388</sup> Podle § 111 odst. 1 AktG platí: „Dozorčí rada dohlíží na obchodní vedení“ a § 111 odst. 2 AktG dále stanoví: „Dozorčí rada může nahlížet do a kontrolovat knihy a písemnosti společnosti, stejně jako na majetek zejména pokladnu, stav cenných papírů a zboží. Může přitom také pověřit jednotlivé členy nebo pro určité úkony pověřit zvláštního znalce.“

<sup>389</sup> Viz rozsudek Vrchního zemského soudu Frankfurt nad Mohanem (SRN): Odvolání člena dozorčí rady pro přisvojení pravomoci celé dozorčí rady, publikovaný v Obchodně právní revue č. 3/2009, 10.3.2009, dle něhož kontrola představenstva dozorčí radou náleží dle § 111 odst. 1 AktG dozorčí radě jako orgánu společnosti. Osobuje-li si opakovaně člen dozorčí rady kontrolní pravomoci jako jednotlivá osoba, může v tomto konání spočívat důležitý důvod pro jeho odvolání, pokud se z pohledu daného jednotlivého případu jedná o tak závažné jednání, že jeho okamžité odvolání je jako ultima ratio v zájmu společnosti na řádném fungování dozorčí rady.

<sup>390</sup> Viz německá úprava v ustanovení § 112 AktG, podle něhož vůči členům představenstva zastupuje společnost v soudních i mimosoudních záležitostech dozorčí rada.

Druhým případem je úprava obsažená v § 199 odst. 2 ObchZ, podle níž je dozorčí rada povinna určit svého člena, který zastupuje společnost v řízení před soudy a jinými orgány proti členu představenstva. Dozorčí rada je zodpovědná za podávání žaloby společnosti vůči členům představenstva z důvodu porušení povinnosti. Nicméně je více než zřejmé, že nebude ochotna podat takovou žalobu proti osobám, na nimiž má vykonávat dohled.

#### 4.2.3.3. Složení dozorčí rady a účast zaměstnanců

Účinnost a kvalita kontrolní funkce dozorčí rady bude záviset na jejím složení a na její velikosti. Dozorčí rady v kótovaných společnostech jsou zpravidla velmi početné a těžkopádné orgány. Počet členů v největších českých kótovaných společnostech se pohybuje v rozmezí mezi 9 až 15 členy,<sup>391</sup> čímž několikanásobně přesahuje zákonem předepsané minimum tři členů dozorčí rady. Skladba dozorčích rad českých akciových společností je determinována dvěma faktory. Systémem povinné participace zaměstnanců v dozorčí radě a většinou vlastnickou strukturou. České dozorčí rady jsou proto z 1/3 obsazeny zaměstnanci společnosti a ze 2/3 zástupci zahraničního většinového vlastníka.

**Pro české korporativní právo je charakteristický princip povinné participace zaměstnanců (kodeterminace) v dozorčí radě, který je založen na německém modelu.** Česká právní úprava se však nevyznačuje takovou pestrostí jako tomu v Německu, kde se můžeme setkat se třemi druhy participačních režimů.<sup>392</sup> Pro vznik povinné účasti zaměstnanců v dozorčí radě podle § 200 odst. 1 ObchZ postačuje, když společnost zaměstnává v pracovním poměru více než 50 zaměstnanců. V takovém případě ze zákona platí, že 1/3 členů dozorčí rady volí zaměstnanci společnosti. Tato právní úprava je velmi přísná z hlediska vzniku povinné účasti zaměstnanců. Hranice 50 zaměstnanců je velmi nízká a *de facto* znamená automatické uvalení povinné participace na všechny české kótované společnosti. Některé se tomu brání a obcházejí tento režim několikastupňovou vlastnickou strukturou. Ta na úrovni kótované společnosti ponechává několik administrativních zaměstnanců. Osoby, které zajišťují výrobní činnost, jsou pak zaměstnány v dceřiné společnosti, která má formu společnosti s ručením omezeným.

Pro účast zaměstnanců v dozorčí radě můžeme nalézt několik právně-politických důvodů. Tím nejdůležitějším je zastoupení zájmů zaměstnanců v orgánu společnosti. Účast

<sup>391</sup> Komerční banka – 9 členů, ČEZ, Unipetrol – 12 členů, Telefónica O2 – 15 členů.

<sup>392</sup> Německá úprava účasti zaměstnanců v dozorčí radě je řešena třemi různými zákony pro tři typy společností. Ve společnosti (skupiny společností) nad 2000 zaměstnanců zaměstnanci volí polovinu z 12, 16 nebo 20 členů dozorčí rady, přičemž předsedu vždy volí akcionáři a předseda má dvojnásobný hlas (Mitbestimmungsgesetz z roku 1976). Ve společnosti mezi 500 až 2000 zaměstnanci je jimi volena 1/3 členů dozorčí rady (Drittmitbestimmungsgesetz z roku 2004). V nejstarším a nejširším režimu, který se vztahuje na těžební a ocelářské společnosti, volí zaměstnanci polovinu členů dozorčí rady (Montan-Mitbestimmungsgesetz z roku 1951). Tento režim se však nyní dotýká přibližně 20 společností – např. ThyssenKrupp Ag.

zaměstnanců v dozorčí radě by měla vyvažovat zájmy prosazované většinovým společníkem. Představenstvo společnosti musí tyto zájmy brát do úvahy. Dalším důvodem je zajištění sociálního smíru mezi zaměstnanci a vedením společnosti a potažmo ovládačím akcionářem. Participace zaměstnanců by měla zajistit včasný systém varování před sociálními konflikty a pomoci zabránit stávkám. Zaměstnanci zúčastnění v dozorčí radě jsou tedy jedním z projevů teorie *stakeholder value* v českém korporátním právu.

I proti účasti zaměstnanců v dozorčí radě lze nalézt mnoho argumentů. S účastí zaměstnanců v dozorčí radě jsou spojeny vysoké transakční náklady. Společnost musí pravidelně organizovat zaměstnanecké volby. Zaměstnanci se v dozorčí radě dozvídají mnoho informací, které mohou naplňovat definici vnitřní informace, což může vést k jejich zneužití. To zároveň může vést ke snaze představenstva určité informace dozorčí radě nesdělovat (např. připravované transakce). Problémem je rovněž nemožnost stanovit pro tyto členy určité kvalifikační předpoklady, např. znalost finanční a účetní atd. Pokud jde o ochranu zájmů zaměstnanců, jsou navíc chráněni jinými právními mechanismy, zejména pravidly insolvenčního práva, která zaměstnance chrání stejně jako ostatní věřitele.

Systém povinné účasti zaměstnanců (kodeterminace) je tedy spíše právně-politickou otázkou. Řada evropských států, které jsou trvale pod vlivem německého právního systému, již přistoupila ke zrušení povinné účasti zaměstnanců (Polsko, Maďarsko, Estonsko). Velká Británie a státy pod jejím vlivem tento systém nevyužívá vůbec. Na evropské úrovni se systém kodeterminace ukázal jako jeden z kamenů úrazu harmonizace. Pátá směrnice nebyla z tohoto důvodu vůbec přijata a nařízení o evropské společnosti (*Societas Europaea*) bylo možné přijmout, když bylo ponecháno na členských státech, zda vůbec a za jakých podmínek implementují kodeterminaci.<sup>393</sup> Právní řády, které si ponechávají systém povinné participace, se v porovnání s ostatními právními řády dostávají do konkurenční nevýhody. **Na globálních kapitálových trzích se ukazuje, že společnosti nepodléhající povinné participaci (kodeterminaci) jsou pro investory atraktivnější, než společnosti s účastí zaměstnanců.** Lze tedy souhlasit s rekodifikační úpravou v navrženém znění zákona o obchodních korporacích, která s povinnou participací zaměstnanců v dozorčích radách již nepočítá.<sup>394</sup>

<sup>393</sup> Výsledkem toho je Směrnice Rady 2001/86/EC z 8.10.2001 doplňující Statut Evropské společnosti ve vztahu s účastí zaměstnanců.

<sup>394</sup> Viz § 458 – 467 návrhu zákona o obchodních korporacích, dostupný na <http://obcanskyzakonik.justice.cz>.

#### 4.2.4. Výbory

Organizační struktura kótované společnosti dotvářejí úzce specializované výbory. Zřizování výborů je charakteristické pro společnosti s monistickou organizační strukturou, kde je veškerá správa společnosti soustředěna v rukou správní rady. Pro tento model řízení je typické, že při rozhodování o určitých otázkách bude docházet k situacím, kdy členové správní rady rozhodují sami o sobě – např. o svých odměnách, o výběru auditora, který kontroluje jejich činnost, o nominaci kandidátů na členy správní rady. Je nepochybné, že v těchto situacích bude docházet ke střetu zájmů, protože členové správní rady budou tíhnout k tomu preferovat vlastní zájmy před zájmy akcionářů. **Výbory mohou sloužit k potlačení případných konfliktů zájmů, pokud na ně správní rada přenesla kontrolní pravomoc v úzce vymezených oblastech, kde může k takovému střetu zájmů docházet.** Přenesení úzce vymezené působnosti na specializovaný orgán může být prospěšné jak pro členy správní rady tak pro akcionáře. Členy správní rady to zbavuje odpovědnosti za určitá rozhodnutí. Pro akcionáře to přináší výhodu v tom, že je jednoznačně určeno, které osoby nesou odpovědnost za výkon kontroly ve specifické oblasti. Akcionáři by se však nemohli na osoby ve výboru spolehnout, pokud by šlo v podstatě o kopii správní rady. Na složení výboru proto bývají kladeny zvláštní požadavky. Jde převážně o požadavek nezávislosti (viz níže 4.3.2) a odborné způsobilosti (viz níže 4.3.3).

Trend zřizování výborů byl nastolen nejprve v zemích common law (USA a Velká Británie), kde s tímto požadavkem přišly nejprve jednotlivé burzy, které jej zařadily do svých burzovních pravidel. **V současnosti je zřizování výborů v kótovaných společnostech standardem a investoři jej považují za společný jmenovatel pro hodnocení dobré správy společnosti.**<sup>395</sup> Zároveň dochází k tomu, že samoregulační úprava obsažená v burzovních pravidlech je doplňována úpravou zákonnou.<sup>396</sup>

Trend zřizování výborů byl přenesen do Evropy na úroveň komunitárního práva. Ta nejprve formou nezávazného Doporučení Komise č.2005/162/ES doporučila vytvoření tří výborů - pro jmenování, pro odměňování a pro audit. Komunitární regulační snaha následně vyvrcholila vydáním Směrnice o povinném auditu, která kótovaným společnostem v zemích Evropské unie obligatorně ukládá zřizovat výbor pro audit jako další samostatný orgán společnosti.

<sup>395</sup> Hopt, J., Leyens, P.: Board Models in Europe. Recent Development of Internal Corporate Governance Structures in Germany, the United Kingdom, France and Italy. ECGI, Law Working Paper No. 18/2004, s. 19.

<sup>396</sup> V USA viz např. § 301 SOX doplňující § 10A Securities Exchange Act o další odstavce. Podle tohoto ustanovení vydá Americká komise nařízení, kterým uloží americkým burzám povinnost odmítnout, příp. zrušit kótaci, pokud nezřídí výbor pro audit.

Vedle komunitární regulace lze požadavek na vytváření výborů najít mezi obvyklými požadavky dobré správy, které jsou obsaženy v kodexech corporate governance včetně Českého kodexu.

V českém obchodním zákoníku zřizování výborů dosud upraveno není a ani návrh zákona o obchodních korporacích<sup>397</sup> s možností vytváření výborů zatím nepočítá. Tím ovšem není vyloučeno, aby společnosti ve svých stanovách zřizování výborů zakotvily. Nicméně jak si ukážeme dále, díky harmonizaci práva obchodních společností na komunitární úrovni, se i do českého právního řádu dostává povinnost zřizovat výbor pro audit.

#### 4.2.4.1. Výbor pro audit

Z hlediska možného střetu zájmů lze jako největší riziko identifikovat pravomoc navrhnout auditora společnosti, rozhodovat o jeho jmenování a výši jeho odměny. Auditor společnosti má plnit úlohu nezávislého strážného, který slouží jako kontrolní nástroj akcionářů na členy orgánů společnosti, neboť monitoruje chování korporátních zasvěcenců (*insiders*) a kontroluje finanční údaje uváděné společností v účetních výkazech (viz kapitola 3.4). Novodobé skandály (Enron, Parmalat) ukázaly, že, je-li pravomoc vybrat auditora ponechána v rukou orgánu, který má být auditorem kontrolován, lze v takovém vztahu nalézt mnoho stimulů, které mohou vést ke zkreslení výsledků takové kontroly. Kromě přísných profesních standardů dopadajících na auditory jde právní regulace i směrem úpravy dělby moci v akciové společnosti ve vztahu k auditorům. Pravomoc navrhnout auditora a určovat jeho odměnu je přenášena do působnosti výboru pro audit, který se tak má stát dalším obligatorně zřizovaným orgánem kótované společnosti.

Po skandálu Enron to byl nejdříve federální zákon *Sarbanes-Oxley Act (2002)* v USA, na základě něhož začalo být zřizování výboru pro audit obligatorně vyžadováno pro všechny kótované společnosti. Ke zřízení výboru pro audit byly kótované společnosti donuceny nepřímým způsobem a to tak, že na základě § 301 SOX<sup>398</sup> byla americkým burzám (nikoli tedy kótovaným společnostem) uložena povinnost odmítnout, příp. zrušit kótaci těch společností, pokud nezřídí výbor pro audit. Na americkou úpravu navázala i evropská komunitární úprava. Směrnicí o povinném auditu bylo kótovaným společnostem - označovaným jako subjekty veřejného zájmu - uloženo zřizovat výbor pro audit a to jak ve společnosti s monistickým systémem tak i dualistickou organizační strukturou.<sup>399</sup> Dualistický

<sup>397</sup> Návrh zákona o obchodních korporacích, dostupný na <http://obcanskyzakonik.justice.cz>.

<sup>398</sup> Podle § 301 SOX, který doplňuje § 10A Securities Exchange Act, bylo uloženo Americké komisi vydat pravidla pro zřizování a složení výboru pro audit, což bylo provedeno nařízením Rule 10A-3 – Listing Standards Relating to Audit Committees.

<sup>399</sup> Čl. 41 Směrnice o povinném auditu.

systém již sám o sobě zosobňuje oddělení obchodního vedení od jeho kontroly mezi dva personálně a institucionálně odlišné orgány. Zřizování výboru pro audit se proto v tomto systému nejeví jako příliš nezbytné. Nicméně může mít svůj smysl, neboť výbor se může intenzivněji a rychleji vypořádat s ověřením účetní závěrky. Jeho členové se nezabývají pouze výsledky, nýbrž se mohou rovněž podílet na procesu vyhotovení účetní závěrky.

Harmonizační požadavek Směrnice o povinném auditu na zřizování výboru pro audit český zákonodárce transponoval do Zákona o auditorech. České kótované společnosti, které tento zákon terminologicky řadí pod definici subjektu veřejného zájmu, mají povinnost zřídit výbor pro audit nejpozději do konce roku 2009.<sup>400</sup> Zákon o auditorech v § 44 odst. 1 prohlašuje výbor pro audit za orgán společnosti, jehož členy jmenuje nejvyšší orgán společnosti, tj. valná hromada (§ 44 odst. 2). Z toho lze dovozovat jeho samostatné postavení.

**Výbor pro audit je tudíž třetím voleným orgánem v české kótované akciové společnosti, který stojí samostatně vedle představenstva a dozorčí rady a dotváří její strukturu.**

Jedinou odlišností výboru od ostatních orgánů je, že se údaje o něm a o jeho členech nezapisují do obchodního rejstříku. Ve způsobu kreace tohoto orgánu lze spatřovat určitou odlišnost oproti americké předloze, která zřízení výboru pro auditu ponechává v působnosti správní rady.<sup>401</sup> Proto i Americká komise uznala, že není porušen zákon, jestliže zahraniční právo předepisuje tuto povinnost valné hromadě.<sup>402</sup>

Zřízení tohoto orgánu v kótované společnosti musí být proběhnout změnou stanov společnosti. To vyplývá z § 173 odst. 1 písm. g) ObchZ, který jako jednu z povinných náležitostí stanov požaduje „určení počtu členů představenstva, dozorčí rady nebo jiných orgánů, délku funkčního období člena orgánu, jakož i vymezení jejich působnosti a způsob rozhodování, jestliže se zřizují.“ V předtuše přijetí Zákona o auditorech několik českých kótovaných společností (např. Telefónica O2, ČEZ) již tak učinilo na svých jarních valných hromadách přijetím změn stanov.

Zákon o auditorech zakládá působnost výboru pouze příkladmo v § 44 odst. 4, kde vypočítává působnost výboru v těchto otázkách:

- sledování postupu sestavování účetní závěrky a konsolidované účetní závěrky,
- hodnocení účinnosti vnitřní kontroly společnosti, vnitřního auditu a případně systému řízení rizik,
- sledování procesu povinného auditu účetní závěrky a konsolidované účetní závěrky,

<sup>400</sup> § 44 odst. 1 ve spojení s § 57 Zákona o auditorech.

<sup>401</sup> § 205 (a) SOX.

<sup>402</sup> Viz pokyny (Instructions) k nařízení Americké komise Rule 10A-3 – Listing Standards Relating to Audit Committees.



- posuzování nezávislosti statutárního auditora a auditorské společnosti a zejména poskytování doplňkových služeb auditované osobě,
- doporučování auditora.

Z toho plyne, že působnost výboru bude možné ve stanovách rozšířit, zúžení však možné nebude.<sup>403</sup> Rozšíření působnosti výboru bude samozřejmě velmi omezené a bude narážet na výlučnou působnost ostatních orgánů společnosti. Lze například uvažovat o rozšíření působnosti o dohled nad výkonem činnosti auditora.<sup>404</sup>

Z hlediska složení výboru ze zákona vyplývá minimální počet členů výboru, který je stanoven na 3 osoby. To znamená, že vyšší počet členů je přípustný.<sup>405</sup> Zákon výslovně připouští slučitelnost funkcí členů výboru a dozorčí rady, proto členové výboru mohou být zvoleni z řad dozorčí rady nebo třetích osob. Úzkou vazbu na dozorčí radu potvrzuje i pravidlo pro případ, že společnost nesplní svoji povinnost výbor zřídit. V takovém případě vykonává jeho činnost dozorčí rada.

Specializace a odbornost výboru v otázkách účetnictví a auditu se projevuje v zákonném požadavku, aby alespoň u 1 člena byla splněna podmínka zvláštní odbornosti v této oblasti (k tomu blíže v 4.3.3). Zároveň ze zákona nevyplývá, že by se na členy výboru vztahovala zvláštní úprava péče řádného hospodáře dle § 194 odst. 5 ObchZ, která se jinak vztahuje na členy představenstva a dozorčí rady. Lze tedy dovodit, že **na členy výboru pro audit se uplatní vyšší standard péče a to odborná (profesionální) péče, jak vyplývá z obecné úpravy dle § 66 odst. 2 ve spojení s § 567 odst. 1 ObchZ, která dopadá na orgány společnosti.**<sup>406</sup> Vedle požadavku odbornosti zákon požaduje nezávislost alespoň jednoho člena výboru. Tímto požadavkem zákon upevňuje profesionální charakter výboru a současně brání případnému střetu zájmů (k tomu blíže v 4.3.2).

Požadavek odbornosti členů výboru je klíčový pro zakotvení postavení výboru v organizační struktuře společnosti **jako zvláštního orgánu poskytujícího profesionální podporu dozorčí radě a představenstvu společnosti v otázkách dohledu nad auditem a vedením účetnictví.**<sup>407</sup>

<sup>403</sup> Shodně viz Dědič, J., Čech, P.: Změny pro auditované společnosti, Právní rádce 5/2009, s. 7.

<sup>404</sup> Srovnaj vymezení působnosti výboru pro audit v americkém zákoně Sarbanes-Oxley Act. Podle § 301 SOX výbor dohlíží na práci auditora a je odpovědný za jmenování, odměňování a dohled nad auditory. Auditor má přitom povinnost podávat zprávy přímo výboru. Do působnosti výboru rovněž náleží přijímání a zpracování stížností ohledně účetnictví a jejich kontroly, právo požádat nezávislého znalce o přezkum. Výbor schvaluje výši odměny auditora (§ 202 SOX), schvaluje neauditorské služby, resp. 8 určených konzultačních (neauditorských) služeb nesmí být vykonáváno auditorskou společností a ostatní služby musí být odsouhlaseny auditorskou komisí společnosti.

<sup>405</sup> Telefonická O2 ve svých stanovách zřídila výbor o 6 členech, ČEZ má výbor o 5 členech.

<sup>406</sup> Dědič, J., Čech, P.: Změny pro auditované společnosti, Právní rádce 5/2009, s. 8.

<sup>407</sup> Dědič, J., Čech, P.: Změny pro auditované společnosti, Právní rádce 5/2009, s. 8.

Zákon o povinném auditu více otázek neupravuje, proto bude nezbytné, aby společnosti ve svých stanovách při respektování zákonného rámce obsaženého v § 44 Zákona o auditorech podrobněji vymezily podrobnosti působnosti tohoto orgánu, jeho složení, délku trvání funkčního období, způsob jeho rozhodování a další otázky. Za velmi užitečnou úpravu ve stanovách<sup>408</sup> lze považovat možnost zvolit náhradní členy výboru pro audit pro případ, že stávající členové skončí ve funkci předčasně. Pokud by se totiž stalo, že v průběhu roku z výboru odejde většina jeho členů, výbor se stane nefunkční. Společnost by pak zřejmě musela svolat mimořádnou valnou hromadu, aby zvolila chybějící členy výboru. Dosazením náhradních členů do výboru pro období do příští řádné valné hromady, lze tento problém snadno řešit.

#### 4.2.4.2. Fakultativně zřizované výbory

Vedle výboru pro audit kodexy corporate governance doporučují, aby kótované společnosti zřizovaly i některé další výbory a přenesly na ně ty pravomoci, kde hrozí riziko střetu zájmů. Mezi tyto rizikové pravomoci patří stanovení odměn členů orgánů a výběr a nových kandidátů do správní rady či představenstva společnosti. Tyto pravomoci jsou přeneseny na výbor pro odměňování a výbor pro jmenování. **Přenesení pravomoci nemá za následek vytvoření nového orgánu, který by stál samostatně vedle ostatních orgánů společnosti, nýbrž jde o rozdělení pravomocí uvnitř stávajícího orgánu.** V podstatě dochází k vytvoření sub-orgánu uvnitř stávajícího orgánu společnosti, který je složen z určitých osob tohoto orgánu. Na tyto osoby je pak kladen požadavek nezávislosti (viz 4.3.2). Monistické systémy svěřují pravomoc k vytváření fakultativních výborů do rukou správní rady.<sup>409</sup> V systému dualistickém má tuto pravomoc dozorčí rada.<sup>410</sup>

#### **Výbor pro odměňování (*remuneration committee*)**

Úlohou tohoto výboru je sledovat výkonnost členů orgánů společnosti a na základě toho dávat doporučení k postupům a zásadám odměňování členů těchto orgánů. V monistickém systému je úloha tohoto výboru zřejmá. Zabývá se totiž pouze odměňováním členů správní rady, příp. jejich výborů. Činnost výboru spočívá v tom, že pro členy správní rady stanoví cíle, na jejichž splnění je vyplácení odměn vázáno, rozhoduje o výši odměn výkonných členů

<sup>408</sup> Viz čl. 8 a čl. 26b Stanov společností Telefónica O2.

<sup>409</sup> V delawarském právu může být působnost výboru založena usnesením správní rady nebo stanovami. Jde tedy o odvozenou působnost od správní rady, proto správní rada může působnost výboru kdykoli odejmout. – viz § 141 (c) DGCL "Any such committee, to the extent provided in the resolution of the board of directors, or in the bylaws of the corporation, shall have and may exercise all power and authority of the board of directors in the management of the business and affairs of the corporation."

<sup>410</sup> Německá právní úprava zmiňuje možnost vytváření výborů dozorčí radou v § 107 odst. 3 AktG.

správní rady (zejména CEO) a činí doporučení správní radě ohledně ostatních (nevýkonných) členů správní rady.<sup>411</sup>

V dualistickém systému už to tak jasné není. Jestliže je zde dozorčí rada, není důvod, aby výši odměn členů představenstva stanovil zvláštní výbor, když dozorčí rada sama o sobě vůči členům představenstva plní kontrolní a monitorovací funkci. Tato pravomoc by dávala smysl pouze při stanovení odměn ve vztahu ke členům dozorčí rady, příp. jejím dalším výborům.

### **Výbor pro jmenování (*nominating committee*)**

V monistickém systému je úlohou výboru pro jmenování formalizovat a zprůhlednit proces výběru vhodných kandidátů pro členství ve správní radě. Jak už bylo řečeno na jiném místě této práce, hlavní pravomoc navrhnout akcionářům členy do správní rady pro jejich volbu má ve svých rukou správní rada. Tím může výběr kandidátů výrazně ovlivnit. Výbor pro jmenování má tedy za úkol identifikovat vhodné osoby splňující nezbytná kritéria a doporučit je správní radě k podání návrhu na jejich volbu.<sup>412</sup> Úlohou tohoto výboru je tedy nahradit subjektivní výběr ze strany správní rady formálním procesem fungujícím na základě určitých objektivních kritérií.

V dualistické orgánové struktuře funkcí tohoto výboru je dát závazné doporučení dozorčí radě, pokud jde o volbu a odvolávání členů představenstva. To má význam pouze v případech německé varianty dualistického systému, kde členy představenstva volí dozorčí rada. Volí-li členy představenstva i dozorčí rady vždy akcionáři, v takovém organizačním uspořádání není vytváření výboru pro jmenování nutné.

Vzhledem k tomu, že se v Evropské unii můžeme setkat jak s monistickými tak i dualistickými organizačními strukturami, Evropská komise ve svém Doporučení Komise č.2005/162/ES (oddíl II, čl. 5) doporučuje vytvoření výborů pro jmenování a pro odměňování jen v případech, kdy se dozorčí rada podílí na volbě či jmenování členů správních orgánů. **Pokud v dualistickém uspořádání o volbě a o odměňování členů představenstva rozhodují akcionáři na valné hromadě, jako je tomu v tuzemské právní úpravě, vytváření výborů pro jmenování a odměňování v takovém organizačním uspořádání postrádá své opodstatnění.**<sup>413</sup> V českém prostředí mohou mít tyto výbory určitý význam pouze v případě, kdy se společnost rozhodne přesunout uvedené pravomoci z valné hromady na dozorčí radu.

<sup>411</sup> Např. § 303A.05 Kótačních pravidel NYSE nebo B.2.2, B.2.3 Combined Code.

<sup>412</sup> Např. § 303A.04 Kótačních pravidel NYSE nebo A.4.1 a násl. Combined Code.

<sup>413</sup> Srovnej shodně Rada, I.: Dozorčí rada obchodních společností, 2008, LINDE nakladatelství s.r.o., s. 212.

Český obchodní zákoník žádnému z orgánů společnosti pravomoc zřizovat výbory nepřiznává. Tuto kreační pravomoc lze však udělit některému z orgánů společnosti úpravou ve stanovách společnosti ve smyslu ustanovení § 173 odst. 1 písm. g) ObchZ, které zřízení „jiného orgánu“ výslovně umožňuje. České kótované společnosti pod vlivem zahraničních kodexů a často také burzovních pravidel zahraničních burz, na nichž jsou kótovány (např. Telefónica O2 na londýnské burze, ČEZ v Polsku a Německu) některé výbory zřizují. Úlohu výborů pro odměňování a pro jmenování slučují do jednoho orgánu. Tím je výbor pro odměňování a personální otázky, který zřizuje dozorčí rada a ta do něj jmenuje pouze osoby z řad dozorčí rady.<sup>414</sup> Dále se lze setkat i s jinými výbory zřizovanými dozorčí radou, např. s výborem pro etiku a společenskou odpovědnost (Telefónica O2), výborem pro strategické plánování (ČEZ) či výborem pro správu a řízení (Unipetrol).

**Chybějící zákonná úprava fakultativního zřizování výborů pro české kótované společnosti znamená nutnost podrobné úpravy působnosti výboru, vztahu výboru vůči dozorčí radě a dalších otázek ve stanovách společnosti. Z hlediska *de lege ferenda* lze doporučit, aby obchodní zákoník obsahoval určitá základní pravidla pro zřizování výborů, vymezil povinnosti členů výboru – zejména standard péče pro tyto členy, informační povinnosti členů výboru vůči dozorčí radě.<sup>415</sup>**

### **4.3. Vlastnosti pro výkon funkce člena orgánu**

Aby majetek společnosti nebyl vydán napospas nekompetentním manažerům či notorickým bankrotářům, je nezbytné, aby zákon stanovil určitá kvalifikační kritéria, která musí splňovat každá osoba, která chce v orgánech společnosti vykonávat určitou funkci. V následujících podkapitolách se proto blíže podíváme na podmínky pro výkon funkce omezující přístup některým osobám a zvláštní požadavky nezávislosti a odbornosti.

#### **4.3.1. Podmínky pro výkon funkce v orgánu společnosti**

Na členy orgánů akciové společnosti jsou kladeny obecné požadavky uvedené v § 194 odst. 7 ObchZ, kterými jsou věk 18 let, způsobilost k právním úkonům, bezúhonnost ve smyslu Živnostenského zákona a absence překážek provozování živností podle Živnostenského zákona.<sup>416</sup> Tyto požadavky musí splňovat fyzická osoba, která se chce stát

<sup>414</sup> Výbor pro jmenování a odměňování zřizují dle svých stanov Telefónica O2 (čl. 26), Unipetrol (čl. 23), Komerční banka (čl. 16), ale i ČEZ (čl. 21).

<sup>415</sup> Viz např. německá úprava v 107 odst. 3 AktG, která výslovně stanoví, které pravomoci nelze na výbor dozorčí rady přenést a zakotvuje pravidelnou informační povinnost výboru.

<sup>416</sup> Jde o stejné požadavky, které jsou podle stávajícího Živnostenského zákona vyžadovány pro výkon živnosti.

členem představenstva (§194 odst. 7 ObchZ) nebo dozorčí rady (§ 200 odst. 3 ObchZ). Pokud jde o členy výboru pro audit, Zákon o auditorech sice na tyto obecné požadavky neodkazuje, lze však doporučit jejich analogickou aplikaci.<sup>417</sup>

Jenom na okraj je nutno konstatovat, že samotný požadavek na výkon funkce pouze fyzickými osobami je zbytečně restriktivní. V Evropě není omezován přístup právnických osob do orgánů obchodních společností. Lze proto souhlasit s navrženou úpravou v návrhu zákona o obchodních korporacích, z níž vyplývá, že i právnická osoba bude moci být členem představenstva a dozorčí rady, pokud vykonává svou působnost prostřednictvím fyzické osoby, která splňuje podmínky zákona.<sup>418</sup>

Uvedené obecné požadavky pro výkon funkce jsou pouze základní minimum. Jestliže některá z podmínek pro výkon funkce není splněna, znamená to, že rozhodnutí příslušného orgánu o její volbě je nicotné. Taková osoba se členem orgánu *ex lege* nestane, příp. za existence členství v orgánu její výkon funkce zaniká (§ 194 odst. 7 ObchZ).

**Pro ochranu akcionářské hodnoty ale i zájmů věřitelů je zcela zásadní, aby z výkonu funkce v orgánech společnosti byly předem vyloučeny ty osoby, u nichž se již ukázalo, že nemají potřebné schopnosti spravovat cizí majetek, anebo dokonce takové funkce již někdy v minulosti úmyslně zneužily k vlastnímu prospěchu.** Tuzemská právní úprava omezuje přístup k výkonu funkce v obchodní společnosti pomocí tzv. *překážek výkonu funkce*. Evropské právní úpravy nabízí i jiné řešení formou tzv. *pravidel diskvalifikace*, které, jak si ukážeme dále, se zdají být komplexnější a efektivnější.

#### **4.3.1.1. Úprava *de lege lata* - překážky výkonu funkce**

Institutem překážek výkonu funkce zakotveným v § 381 ObchZ je bráněno výkonu funkce těm osobám, které vykonávaly kteroukoli ze srovnatelných funkcí (tj. funkci statutárního, dozorčího nebo jiného orgánu či byly jeho členem) v právnické osobě, na jejíž majetek byl prohlášen konkurs, příp. byl-li zamítnut insolvenční návrh pro nedostatek majetku. Překážka výkonu funkce se aktivuje pouze, pokud tyto osoby vykonávaly předmětnou funkci v období 1 roku před tím, než se právnická osoba dostala do úpadku. Je-li aktivována, pak zákaz výkonu funkce člena orgánu v právnické osobě trvá 3 roky po nabytí právní moci příslušného insolvenčního rozhodnutí.

**Stávající konstrukce překážek výkonu funkce je do budoucna neudržitelná** hned z několika důvodů. Obchodní zákoník překážku funkce vymezuje jako překážku objektivní.

<sup>417</sup> Dědič, J., Čech, P.: Změny pro auditované společnosti, Právní rádce 5/2009, s. 9

<sup>418</sup> Důvodová zpráva k § 447 – 457 k návrhu zákona o obchodních korporacích, dostupná na <http://obcanskyzakonik.justice.cz>.

Pokud překážka existuje, nemůže se osoba stát členem orgánu ve společnosti, ledaže jsou splněny předpoklady, kdy se k překážce nepřihlíží (§ 38l odst. 4 ObchZ), příp. odpadá, souhlasí-li nebo je-li s tím srozuměn volitelský orgán (§ 38l odst. 5 ObchZ). Koncept objektivní překážky s řadou výjimek může vyvolávat nejasnosti o tom, zda dotčené osobě funkce vznikne či nikoli. **Proto takové řešení bez aktivní role nezávislého třetího, který posoudí vznik překážek, v praxi nemůže účinně fungovat.** Rovněž vazba vzniku překážek pouze na úpadek společnosti je zcela nedostačující, neboť nepostihuje jiná flagrantní porušení zákona ze strany osoby, která vykonávala funkci v obchodní společnosti. Navíc, pokud nejde o mediálně známou osobu, akcionáři se zpravidla nedozví o existenci překážky funkce, dokud to dotčená osoba sama neprozradí.

#### 4.3.1.2. Řešení *de lege ferenda* pomocí pravidel diskvalifikace

V Evropské unii je v řadě států<sup>419</sup> způsobilost být členem orgánu obchodní společnosti řešena prostřednictvím tzv. pravidel diskvalifikace. Rozšíření pravidel diskvalifikace je podporováno i ze strany Evropské komise, která již ve svém Akčním plánu volala po zavedení pravidel diskvalifikace postihující ty případy, kdy členové statutárních orgánů a jiných orgánů společnosti poruší své povinnosti.

Za vzorové řešení, z něhož vychází řada dalších evropských úprav, je přitom považován britský zákon o diskvalifikovaných ředitelích společnosti z roku 1986 (*Company Directors Disqualification Act 1986*). Princip britských pravidel diskvalifikace spočívá v tom, že nezávislý soud rozhodne o diskvalifikaci konkrétní osoby k výkonu funkce, pokud:

- byla odsouzena za trestný čin v souvislosti se zakládáním, vznikem, správou a likvidací společnosti, správou společnosti v konkurzu, příp. restrukturalizací anebo výmazem společnosti,
- neustále porušuje předpisy práva obchodních společností,
- během insolvenčního řízení nebo likvidace jedná podvodně nebo porušuje své povinnosti,
- je zahájeno insolvenční řízení nebo insolvenční řízení je zrušeno pro nedostatek majetku,
- dojde k některým dalším zvláštním případům (porušení pravidel hospodářské soutěže, účast na nezákonném obchodování atd.).

<sup>419</sup> Podle analýzy Ministerstva spravedlnosti Slovenské republiky k záměru zákona o registru diskvalifikací ze září 2008 se lze setkat s pravidly diskvalifikace, resp. veřejným registrem diskvalifikovaných osob v těchto zemích EU: Belgie, Estonsko, Finsko, Francie, Irsko, Lichtenštejsko, Lucembursko, Malta, Švédsko a Velká Británie.

Soud rozhoduje buď o vydání diskvalifikačního rozkazu anebo schválení diskvalifikačního závazku dotčené osoby, která vědoma si svých porušení se ke svému jednání přiznává. Na základě tohoto soudního rozhodnutí je dotčené osobě zakázáno vykonávat po určitou dobu funkci (v rozmezí 2-15 let) v orgánu společnosti, příp. činnost insolvenčního správce anebo být přímo či nepřímo zainteresován na založení, vzniku či řízení společnosti. Diskvalifikovaná osoba je zapsána ve veřejně dostupném registru.<sup>420</sup> Prvek veřejného registru diskvalifikovaných osob hraje velmi významnou roli, neboť reputace osob uvedených v tomto registru je narušena a bude jen velmi obtížné ji získat nazpátek. Tím jsou tyto osoby prakticky vyřazeny z podnikatelského života.

Podíváme-li se po Evropské unii, zjistíme, že s pravidly diskvalifikace se zatím příliš nesetkáme v zemích ovlivněných německou právní kulturou (Německo, Rakousko, Polsko, Slovinsko, Slovensko). Lze však očekávat, že institut pravidel diskvalifikace se pod vlivem soutěže právních řádů v rámci EU prosadí i v těchto státech. V současnosti se pravidla diskvalifikace se chystá přijmout Slovensko.<sup>421</sup>

Ostatně i v navrhované tuzemské rekonstrukci obchodního zákoníku se uvažuje o přijetí pravidel diskvalifikace. Návrh je označuje jako vyloučení z výkonu funkce člena orgánu obchodní korporace (§§ 65-72 návrhu zákona o obchodních korporacích) a rozlišuje dva případy, kdy je možné vydat rozhodnutí o diskvalifikaci. Jednak je to v případě vydání rozhodnutí o úpadku a jednak pokud člen orgánu opakovaně a závažně porušuje péči řádného hospodáře (příp. jinou péči spojenou s výkonem funkce). Období diskvalifikace jsou 3 roky. Při porušení zákazu by došlo k zákonnému ručení za závazky společnosti a období diskvalifikace může být prodlouženo až na 10 let. Navrženou úpravu lze považovat za nakročení dobrým směrem. Vzbuzuje však obavu, že její použití bude velmi omezené. Rovněž chybí prvek veřejného registru, v němž by diskvalifikace byly uveřejňovány.

**Diskvalifikaci členů orgánů lze považovat za vhodný sankční prvek, pokud tyto osoby neplní svoji funkci při řízení společnosti odpovědně nebo nejednají v souladu se zákonem a standardem péče řádného hospodáře.**

#### 4.3.1.3. Pravidlo “*wrongful trading rule*”

S pravidly diskvalifikace úzce souvisí i další právní instrument, který využívají některé zahraniční právní řády k posílení odpovědnosti členů orgánů obchodních společností a je považován za jeden podporných prvků pro zkvalitnění pravidel corporate governance. Jde o

<sup>420</sup> Tento registr lze nalézt na [www.companieshouse.gov.uk/ddir](http://www.companieshouse.gov.uk/ddir).

<sup>421</sup> Na Slovensku byl přijat legislativní záměr zákona o registru diskvalifikací ([www.justice.gov.sk](http://www.justice.gov.sk)), dle něhož by vlastní zákon mohl nabýt účinnosti v prvním čtvrtletí roku 2010.

tzv. pravidlo *wrongful trading rule*<sup>422</sup>, se kterým se lze setkat především v britském insolvenčním zákoně (*Insolvency Act 1986*).<sup>423</sup> Podle tohoto pravidla insolvenční správce (ve Velké Británii označovaný jako likvidátor) společnosti, která se dostala do úpadku a vstoupila z tohoto důvodu do likvidace, je oprávněn podat návrh na soud, na základě něhož soud uloží členům správní rady povinnost poskytnout do majetku společnosti přiměřený vklad, pokud tyto členy lze činit odpovědnými za dluhy společnosti. Kromě sankční funkce je účelem tohoto pravidla především zajistit rozšíření zbylého majetku společnosti, který je v insolvenčním řízení rozdělován mezi věřitele společnosti. Samotná **existence tohoto pravidla v právním řádu by měla vést členy vedení společnosti k zodpovědnému řízení, jehož součástí je i povinnost včas rozpoznat finanční problémy společnosti a učinit taková rozhodnutí, která povedou k záchraně společnosti, případně společnost zrušit a vstoupit s ní do likvidace a uspokojit pohledávky věřitelů.** Britská právní úprava přitom pojímá toto pravidlo velmi široce, neboť dopadá nejen na členy správní rady, ale i na tzv. faktické a stínové vedoucí, které *de facto* řídí společnost.

Zavedení pravidla *wrongful trading rule* shledala Evropská komise ve svém Akčním plánu za velmi vhodný právní instrument, který by mohl doplnit a rozšířit stávající odpovědnostní mechanismy členů orgánů společnosti.<sup>424</sup> Proto se s návrhem toho právního nástroje můžeme setkat v § 73 návrhu zákona o obchodních korporacích, kde je toto pravidlo konstruováno jako ručení členů statutárního či jiného orgánu za splnění povinností společnosti. Právo podat návrh na vydání rozhodnutí o ručení navržená právní úprava dává nejen likvidátorovi společnosti, ale také věřitelům společnosti – vždy však pouze v návaznosti na likvidaci obchodní společnosti, tedy stav, kdy právně zaniká a její dluhy tak zůstávají „viset ve vzduchu“.<sup>425</sup> Soud by pak může rozhodnout o ručení dotčeného člena orgánu, „pokud bylo rozhodnuto, že zrušená obchodní korporace je v úpadku, a dotčený člen zrušené obchodní korporace věděl nebo mohl vědět, že obchodní korporace je v hrozícím úpadku a v rozporu s péčí řádného hospodáře neučinil za účelem jeho odvrácení vše potřebné a rozumně předpokládatelné.“ Soud o ručení nerozhodne, pokud člen orgánu prokáže, že jednal s péčí řádného hospodáře.

Zavedením tohoto pravidla do českého právního řádu by mohlo dojít k posílení pozice věřitelů, pokud by se společnost dostala do úpadku. Zároveň by mohlo do velké míry působit

<sup>422</sup> Ve Francii nebo Belgii se lze setkat s obdobou tohoto pravidla, které se označuje „*action en comblement du passif*“.

<sup>423</sup> Viz § 214 *Insolvency Act 1986*.

<sup>424</sup> Viz Akční plán Komise s. 16, který toto doporučení převzal ze zprávy expertní skupiny - Report of the High Level Group of Company Law Experts on A Modern Regulatory Framework of the Company Law in Europe, European Commission, Brusel, 4.11.2002.

<sup>425</sup> Důvodová zpráva k § 46 – 74 k návrhu zákona o obchodních korporacích, dostupná na <http://obcanskyzakonik.justice.cz>.



preventivně a bránit nekalým praktikám, kdy krátce před vstupem společnosti do insolvenčního řízení dochází k odčerpání aktiv společnosti.

#### 4.3.2. Požadavek nezávislosti

##### 4.3.2.1. Účel požadavku nezávislosti

Účelem požadavku nezávislosti je zabránit osobám, které mají možnost uvnitř společnosti uplatňovat svůj vliv, prosazovat takové změny uvnitř společnosti, které budou sloužit jejich osobnímu prospěchu (např. nepravdivé zobrazení výsledků společnosti pro udržení funkce). Nezávislost by měla vést k tomu, že tyto osoby budou jednat jako účinný nástroj ochrany zájmů akcionářů příp. dalších zainteresovaných osob. **Nezávislost je chápána jako absence jakéhokoli střetu zájmů.**<sup>426</sup> Požadavek nezávislosti nelze přitom chápat jako cíl, ale **jde o prostředek, kterým má být dosažena objektivita rozhodování členů správní, resp. dozorčí rady.** Přestože z pohledu teorie se požadavek nezávislosti jeví jako smysluplný, Bhagat a Black<sup>427</sup> při zkoumání souvislosti mezi výkonem společnosti a poměrem závislých a nezávislých členů správní rady dospěli k překvapivým závěrům. Zkoumali 1000 největších amerických společností a jejich hospodářské výsledky v letech 1985-1995 a došli k závěru, že společnosti s většinou nezávislých členů správní rady mají z hlediska dlouhodobých výsledků a růstu horší výsledky, než společnosti s převahou závislých členů (*inside directors*) ve správní radě. Tito autoři na základě této analýzy doporučují stanovit rozumný poměr závislých a nezávislých členů a na straně druhé dostatečně motivovat nezávislé členy správní rady, zejména prostřednictvím opčních akciových programů, neboť od nezávislého, ale nemotivovaného člena správní rady lze jen těžko očekávat, že bude podávat lepší výsledky, než motivovaný, ale závislý člen.

Požadavek na nezávislost některých členů správní rady je koncept *common law*, který našel své uplatnění v monistických systémech, kde je splnění testu nezávislosti požadováno u neexekutivních členů správní rady. Nezávislost většiny členů správní rad je požadována jako kótační podmínka pro kótaci na newyorské burze.<sup>428</sup> Ve Velké Británii podle *Combined Code* musí být nejméně polovina členů správní rady tvořena nezávislými neexekutivními členy.<sup>429</sup> To *de facto* vede ke dvoustupňové struktuře správní rady. Nezávislost je vyžadována od těch

<sup>426</sup> Bod 7) Preamble Doporučení Komise č.2005/162/ES.

<sup>427</sup> Bhagat, S., Black, B.S.: Board Independence and Long-Term Performance. Columbia University School of Law, Center of Law and Economic Studies, Working Paper No. 143.

<sup>428</sup> Kótační pravidla NYSE požadují nezávislost většiny členů správní rady (§ 303A.01).

<sup>429</sup> A.3.2 Combined Code.

členů správní rady, kteří zasedají ve výboru pro audit<sup>430</sup>, výboru pro jmenování<sup>431</sup> a výboru pro odměňování.<sup>432</sup>

Koncept nezávislosti je prosazován i do dualistické organizační struktury, kde se nezávislost vyžaduje po členech kontrolního orgánu, kterým je dozorčí rada a její výbory. Samotná dozorčí rada nemusí být obsazena pouze z nezávislých členů. Kodexy správy a řízení doporučují, aby kritérium nezávislosti splňoval přiměřený počet členů.<sup>433</sup> Obdobnou cestou se vydává i Doporučení Komise č.2005/162/ES, které členským státům doporučuje zvolit dostatečný počet nezávislých členů dozorčí rady, který zajistí, že jakékoli zásadní střety zájmů týkající se členů správní orgánů budou řádně vyřešeny.<sup>434</sup>

Tuzemský obchodní zákoník nevyžaduje u členů dozorčí rady nezávislost. Do českého právního řádu se požadavek nezávislosti dostal až v souvislosti implementací Směrnice o povinném auditu, která v čl. 41 odst. 1 stanoví obecný požadavek, že alespoň jeden člen výboru pro audit musí být nezávislý.

#### 4.3.2.2. Kritéria nezávislosti

Tuzemský právní řád kritéria nezávislosti nestanoví. Nezávislost člena výboru pro audit předepisuje Zákon o auditorech (§ 44 odst. 1), kterým došlo k implementaci předmětné směrnice. Tato úprava však nezávislost nepřiměřeně omezuje pouze ve vztahu k auditované osobě. Jak uvádí Dědič a Čech<sup>435</sup>, kritérium nezávislosti bude muset být vykládáno šířeji, a to konformně s komunitární úpravou, kde došlo k vymezení nezávislosti Doporučením Komise č.2005/162/ES. Podíváme-li se do Českého kodexu, vidíme, že chápe otázku nezávislosti poněkud zkresleně, když vyžaduje nezávislost většiny členů dozorčí rady a představenstva. To opět ukazuje na jeho praktickou nepoužitelnost.

**Pro tuzemské potřeby vymezení kritéria nezávislosti je nejvhodnější použít Doporučení Komise č.2005/162/ES, které sice není závazné, ale představuje určitý standard pro celou Evropskou unii. To vymezuje nezávislost nejprve obecně negativním vymezením v čl 13.1 jako *absence obchodních, rodinných či jiných vztahů se společností, jejím většinovým akcionářem nebo vedením, které vytvářejí střet zájmů zhoršující úsudek člena.* Následně odkazuje do přílohy II, v níž jsou jako minimum vymezeny určité situace, které představují určitý test nezávislosti. Toto doporučení v zásadě kopíruje definici nezávislosti**

<sup>430</sup> Ukládají to paralelně § 301 (3) SOX i § 303A.07 Kótačních pravidel NYSE. Platí rovněž ve Velké Británii (C.3.1 Combined Code).

<sup>431</sup> Požadováno pouze Kótačními pravidly NYSE (§ 303A.04). Ve Velké Británii pro výbor pro jmenování postačuje, aby požadavek nezávislosti byl splněn u většiny členů (A.4.1 Combined Code).

<sup>432</sup> Požadováno pouze Kótačními pravidly NYSE (§ 303A.05). Platí rovněž ve Velké Británii (B.2.1 Combined Code).

<sup>433</sup> Viz např. Německý kodex v čl. 5.4.2. nebo čl. VI.E. Kodexu OECD.

<sup>434</sup> Oddíl II. čl. 4 Doporučení Komise č.2005/162/ES.

<sup>435</sup> Dědič, J., Čech, P.: Změny pro auditované společnosti, Právní rádce 5/2009, s. 8.

obsaženou v Combined Code, který rovněž vymezuje nezávislost obecně<sup>436</sup> a vedle toho uvádí sedm znaků jako test nezávislosti.<sup>437</sup> Ostatně to odpovídá i americkému chápání nezávislosti, kde je kritérium závislosti spatřováno v tom, že osoba přijímá od společnosti odměnu za konzultace, poradenství či jiné plnění anebo je spřízněnou osobou emitenta nebo její dceřiné společnosti.<sup>438</sup>

Použitelnost některých kritérií uvedených v Doporučení Komise č.2005/162/ES může být problematické. To se týká především osob, kteří jsou zaměstnanci. Pro český i německý systém správy a řízení je příznačná participace zaměstnanců v dozorčí radě. Ti jsou příjemci pracovní mzdy od společnosti, tudíž by *a priori* byli považováni za závislé. Proto doporučení na druhou stranu volí takové řešení, které zástupce zaměstnanců v dozorčí radě vyjímá ze skupiny zaměstnanců, které jinak považuje za závislé. Toto řešení se mi zdá velmi účelové, které na jednu stranu klade vyšší požadavky a druhou stranu, aby vyhovělo některým národním úpravám, poskytuje takové úlevy, které těmto požadavkům odporují. Když se na vztah zaměstnanec-společnost podíváme z pohledu konfliktu zájmů, je obtížné představitelné, že by se zaměstnanec zvolený do dozorčí rady mohl dostat do střetu zájmů (např. že by mohl mít osobní hospodářský zájem na zkreslování hospodářských výsledků společnosti). Zástupci zaměstnanců v dozorčí radě představují přirozenou protiváhu vůči členům dozorčí rady zastupující akcionáře. Prvotním zájmem zaměstnance bude udržení pracovního místa, přičemž neodpovídající hospodářské výsledky společnosti nepřispívají k udržení pracovního místa. Lze tak předpokládat, že účast zaměstnanců v dozorčí radě bude pozitivně ovlivňovat chování osob zastupujících akcionáře a povede k objektivní kontrole chování členů představenstva. To je také důvod, proč Americká komise uznala, že zástupci zaměstnanců splňují kritérium nezávislosti.<sup>439</sup>

V dualistickém uspořádání může v praxi rovněž působit problémy omezení pro vstup do dozorčí rady vztahující se na bývalé členy představenstva. Ti podle komunitárního doporučení se nemohou stát členy dozorčí rady, pokud funkci člena představenstva vykonávali ve společnosti či spřízněné společnosti v uplynulých 5 letech. Je běžnou praxí (zejména v Německu, ale i v ČR), že dřívější členové představenstva jsou dosazeni do

<sup>436</sup> Viz A.3.1 Combined Code: „... relationship or circumstances which are likely to affect, or could appear to affect, the director's judgment.“

<sup>437</sup> Těmito znaky jsou: (i) pracovněprávní vztah se společností nebo skupinou během posledních 5-ti let, (ii) přímý obchodní vztah podstatné povahy během posledních 3 let, nebo jako akcionář, člen správní rady či managementu kontrahující strany, (iii) existence vedlejších příjmů kromě řádné odměny, nebo akciový opční plán, příp. jiné odměňování závislé na výkonu společnosti, nebo účast na penzijním plánu, (iv) blízký příbuzenský vztah s poradci společnosti, členy správní rady nebo seniorními zaměstnanci, (v) existence křížového vlastnictví, (vi) zastupování významného akcionáře nebo (vii) členství ve správní radě od prvního zvolení po dobu delší než 9 let.

<sup>438</sup> § 301 (3) SOX.

<sup>439</sup> Nařízení Americké komise Rule 10A-3 – Listing Standards Relating to Audit Committees.

dozorčí rady. To je odůvodněno jejich znalostmi o společnosti a zkušenostmi z výkonu exekutivní funkce.

Lze uzavřít, že **transplantace kritérií nezávislosti z monistického systému do dualistického uspořádání není optimální.** Zejména v případě participace zaměstnanců v dozorčí radě nelze zaměstnance považovat automaticky za osoby nesplňující kritérium nezávislosti.

#### **4.3.2.3. Uplatňování požadavku nezávislosti ve většinovém systému**

Ve většinovém vlastnickém systému většinový vlastník zpravidla ovládá orgány společnosti. Podle komunitárního testu nezávislosti se za závislého člena orgánu považuje i ten, kdo je většinovým akcionářem.<sup>440</sup> Oslabení většinového vlastníka v jeho vlivu na management společnosti prostřednictvím požadavku nezávislosti implikuje oslabení vlivu na řízení společnosti. **Uplatňování požadavku nezávislosti ve společnostech s většinovým vlastníkem vzbuzuje pochybnosti o jeho smysluplnosti.** Podle mého názoru by se ve většinovém systému vlastnictví měla právní úprava vydat jiným směrem regulace. Rozhodně není v souladu se zákonem omezovat většinového vlastníka v možnosti dosazovat své zástupce do orgánů společnosti. Tím *de facto* dochází k omezování většinového vlastníka v jeho akcionářských právech, zejména jeho právo volit a odvolávat členy orgánů společnosti. Za optimální právní regulaci lze považovat takovou, která pouze omezí příležitost většinových vlastníků vykořisťovat akcionáře bez toho, aby došlo k omezení účinného monitorování managementu.

#### **4.3.3. Odborná způsobilost**

Doposud všichni členové orgánů akciové společnosti byli vázáni při výkonu své funkce standardem péče řádného hospodáře, který právní věda vykládá jako povinnost spravovat cizí záležitosti a majetek s péčí, kterou by jim věnoval objektivizovaný průměrný řádný hospodář. Průlom do konceptu péče řádného hospodáře přináší povinnost zřizovat výbor pro audit, který má povahu specializovaného orgánu. Ten by měl poskytovat profesionální podporu dozorčí radě a představenstvu, pokud jde o záležitosti dohledu nad auditem a vedením účetnictví.<sup>441</sup> Proto Zákon o auditorech (§ 44 odst. 1) požaduje, aby v tomto výboru byl alespoň jeden člen, který bude mít nejméně tříletou praktickou zkušenost v oblasti účetnictví nebo auditu. To odpovídá harmonizačnímu požadavku Směrnice o povinném auditu (čl. 41). Do

<sup>440</sup> Viz Bod D) Přílohy II Doporučení Komise č.2005/162/ES.

<sup>441</sup> *Dědič, J., Čech, P.*: Změny pro auditované společnosti, Právní rádce 5/2009, s. 8.

komunitárního práva se požadavek odbornosti dostal z americké federální úpravy (§ 407 SOX), která pro obsazení výboru pro audit požaduje, aby alespoň jeden člen byl finančním expertem. Americká úprava poměrně podrobně vymezuje kvalifikační kritéria, která musí finanční expert splňovat. Musí jít o osobu, která na základě vzdělání a zkušenosti jako účetní nebo auditor nebo finanční ředitel nebo vykonávala pozici, která zahrnovala plnění těchto funkcí: (i) porozumění obecným účetním standardům a finančním výkazům, (ii) zkušenosti při přípravě a auditování finančních výkazů obdobných emitentů, a používání principů v souvislosti s účtováním položek oceňování, časového rozlišení a rezerv, (iii) zkušenost s interním finančním kontrolingem a (iv) porozumění funkcím výboru pro audit.

V tomto směru je dle mého názoru **tuzemské vymezení odbornosti příliš zjednodušené a zbytečně strohé**. Kvalifikační kritéria mohla být rozvedena do větší hloubky a mohla být stanovena pro všechny členy výboru pro audit, jak naznačuje Doporučení Komise č.2005/162/ES (čl. 11.2).

#### 4.4. Odměňování členů orgánů

##### 4.4.1. Účel regulace

Členové orgánů akciové společnosti se při sjednávání odměn za výkon své funkce dostávají do přímého střetu zájmů. Tomuto konfliktu zájmů se nelze vyhnout, neboť profesionální manažer vykonávající funkci v orgánu společnosti ji nebude vykonávat zadarmo. Právní regulace nemůže jít cestou zákazu poskytování odměn. Naopak musí obsahovat taková pravidla, která zajistí kontrolu akcionářů nad odměňováním členů orgánů. Zejména **je nezbytné zabránit tomu, aby osoby v orgánech společnosti měly možnost si stanovit odměny sami dle svého uvážení bez ohledu na majetkové poměry společnosti a kvalitu výkonu jejich funkce**.

V kótovaných akciových společnostech je sledování pravidel pro odměňování a výše odměn podrobeno detailní regulaci. Tato regulace stojí na dvou pilířích. Prvním z nich jsou pravidla pro stanovení výše odměn a jejich schvalování. Druhým pilířem je povinná publicita odměn všech osob ve vrcholném vedení společnosti. Informace o odměnách členů vedení společnosti je totiž považována jako jeden z ukazatelů kvality správy společnosti, který mohou akcionáři brát do úvahy při rozhodování o investici do akcií.

#### 4.4.2. Druhy odměn

Principy dobré správy pravidelně doporučují, aby se odměna poskytovaná za výkon funkce vždy skládala z *pevné* a *pohyblivé* složky.<sup>442</sup> Pohyblivá složka odměny bývá zpravidla oproti pevné složce několikanásobně vyšší. Jelikož její výše může mít dopad na hospodářské výsledky celé společnosti, právní regulace (zejména kodexy corporate governance) pohyblivé odměny reguluje a stanoví určité standardy přiměřenosti, které by společnosti měly dodržovat.

Smyslem pohyblivé složky odměny je vázat její výši na určité výkonnostní cíle, které odměňovaná osoba musí splnit. To má silný motivační charakter. Takovým cílem bývá samozřejmě dosažení pozitivního hospodářského výsledku, ale nemusí tomu tak být u všech osob. Může jít i o jiné výsledky, které se kladně odrazí v hospodaření společnosti. Například u člena představenstva, který je hlavním právníkem společnosti (*general counsel*) takovým cílem může být úspěch ve významném soudním sporu.

Mezi pohyblivé odměny se řadí *tantiémy*, což je právo na podíl na zisku, a *akciové opční programy*. Realizace opčních akciových programů vychází z principu opce na cenné papíry. Tento způsob odměňování umožňuje určitým osobám zakoupit na základě smlouvy o koupi cenných papírů s odkládací podmínkou (opcí) určité množství akcií společnosti, v níž tyto osoby pracují, příp. jsou členy některého z orgánů, a to za zvýhodněnou cenu (oproti tržní ceně akcie, určené k určitému datu nebo průměrnou cenu za určité období) a následně je dle své vůle kdykoli prodat.<sup>443</sup>

V obou případech jde o silně motivační nástroje, které zvyšují zainteresovanost členů vedení na dosažení hospodářského růstu, neboť přibližují jejich zájmy zájmům akcionářů. Stinnou stránkou těchto nástrojů, zvláště pokud jsou excesivně používány, může snaha upřednostňovat krátkodobou ziskovost společnosti před jejím dlouhodobým rozvojem a rovněž riziko manipulace s účetními výsledky a nadsazování hospodářského výsledku společnosti. To potvrzuje Coffee ve své práci<sup>444</sup> analyzující korporátní skandály, v níž shledává, že v USA došlo k obrovskému nárůstu ve využívání akciových opčních programů – zatímco v roce 1990 činil podíl akciových programů na odměňování generálních ředitelů jen 8 % v roce 2001 již činil 66 %, přičemž výše odměny značně narostla.

<sup>442</sup> Viz např. formulace v Německé kodexu (čl. 5.4.6), podle níž by členové dozorčí rady měli vedle pevné odměny dostávat odměnu orientovanou na výsledek.

<sup>443</sup> Viz definice v Holešinský, P., Šurmanová, M.: Opční akciové programy, Právní rádce 3/2007, s. 1.

<sup>444</sup> Coffee, J.C.A.: Theory of Corporate Scandals: Why the U.S. and Europe Differ. The Center for Law and Economic Studies. 2005.

#### 4.4.3. Rozhodování o odměňování

Všeobecné pravidlo pro poskytování odměn, které se vztahuje na všechny obchodní společnosti, je obsaženo v ustanovení § 66 odst. 3 ObchZ. Podle tohoto pravidla platí, že *jakékoliv plnění společnosti ve prospěch osoby, jež je orgánem společnosti nebo jeho členem, na které neplyne právo z právního předpisu nebo z vnitřního předpisu, lze poskytnout pouze se souhlasem valné hromady, nebo je-li přiznáno ve smlouvě o výkonu funkce.* Tuto formulaci je nutné vykládat společně s ostatními ustanoveními obchodního zákoníku. V akciové společnosti to je § 187 odst. 1 písm. g) ObchZ, který určuje valnou hromadu jako orgán, kterému je svěřeno rozhodování o odměňování členů představenstva a dozorčí rady. Je zřejmé, že smyslem § 66 odst. 3 ObchZ bylo nalézt dělící čáru mezi tím, kdy je nutné pro určité plnění požádat o souhlas valné hromady a kdy to nutné není. Právní věda na základě této formulace kategorizuje plnění poskytovaná členům orgánů společnosti na nároková a nenároková.

##### 4.4.3.1. Nároková a nenároková plnění

Souhlas valné hromady je vyžadován pouze pro **nenároková plnění**, mezi něž lze zařadit úhradu různých typů pojištění (pojištění odpovědnosti za škodu, kapitálové životní pojištění), tantiému a naturální plnění (služební automobil, mobilní telefon, počítač).

Pro **nároková plnění**, tj. ta plnění, na která plyne nárok z právního předpisu nebo z vnitřního předpisu, souhlas valné hromady nutný není. Za právní předpis lze považovat obecnou úpravu smlouvy mandátní v obchodním zákoníku (§ 566 – § 576 ObchZ), která se podle § 66 odst. 2 ObchZ subsidiárně uplatní na právní vztah mezi členem orgánu a společností. Z této úpravy vyplývá, že pokud o odměně za výkon funkce není sjednáno nic bližšího (např. pokud se valná hromada odměňováním vůbec nezabývá), lze dovozovat právo člena orgánu na odměnu obvyklou (§ 571 odst. 1 ObchZ).<sup>445</sup> Princip subsidiární použitelnosti právní úpravy mandátní smlouvy tedy chrání členy orgánů, neboť jim nelze odepřít poskytnutí alespoň obvyklé odměny.<sup>446</sup> Pokud dojde k přijetí zákona o obchodních korporacích, pak princip obvyklé odměny bude nahrazen pravidlem, že při absenci pravidel

<sup>445</sup> Podle stanoviska Městského soudu v Praze v rozhodnutí ze dne 10. června 2003, sp.zn.2003 36 Cm 47/2002-58 platí, že „*ohledně výše obvyklé odměny lze vyjít ze zjištění o průměrné mzdě ve srovnatelné profesi*“. Potvrdil i Vrchní soud v Praze v rozsudku ze dne 18. října 2004, sp.zn. 14 Cmo 479/2003-81. Lze považovat za sporné, že se stanovování odměny člena statutárního orgánu opírá o pracovní právní institut mzdy.

<sup>446</sup> Viz Rozhodnutí Nejvyššího soudu ČR ze dne 31.1.2007, sp.zn. 29 Odo 994/2005, kde soud dospěl k závěru, že *vyplývá-li z ustanovení § 66 odst. 2 ObchZ ve vazbě na § 566 odst. 1 ObchZ úplatnost výkonu funkce jednatele a výše úplaty, zakládají tato ustanovení nárok jednatele na poskytnutí takto zjištěné odměny, aniž by bylo třeba jejího schválení valnou hromadou. Opačný závěr by totiž vedl k tomu, že by valná hromada neprojednáním výše odměny anebo odmítnutím odměnu přiznat, mohla odepřít jednatele odměnu, na kterou mu vznikl ze zákona nárok.*

odměňování je výkon funkce bezplatný, což by mělo strany motivovat ke sjednání pravidel odměňování ve smlouvě o výkonu funkce.<sup>447</sup>

Podle stávající platné úpravy (druhá věta § 66 odst. 3 ObchZ) by společnost mohla odeprít nárok na odměnu pouze v případě, že výkon funkce zřejmě přispěl k nepříznivým hospodářským výsledkům společnosti, anebo při zaviněném porušení právní povinnosti v souvislosti s výkonem funkce. Bezplatný výkon funkce by byl přípustný pouze v případech, kdy je to výslovně dohodnuto ve smlouvě o výkonu funkce anebo když se člen orgánu odměny výslovně vzdá jednostranným prohlášením.

#### 4.4.3.2. Rozhodovací pravomoc valné hromady v otázkách odměňování

Je nepochybné, že rozhodování o odměňování členů představenstva a dozorčí rady obchodní zákoník dle § 187 odst. 1) písm. g) výslovně svěřuje do působnosti valné hromady. Jde o o kogentní ustanovení, což znamená, že odchylná úprava ve stanovách nebude možná. To potvrdil i Nejvyššího soudu ČR ve svém rozhodnutí ze dne 27.4.2004, sp.zn. 29 Odo 414/2003, v němž uvádí, že z dikce ustanovení § 187 odst. 1) písm. g) *nelze než dovodit, že rozhodování o odměňování členů orgánů společnosti zákon vyjímá z působnosti představenstva a svěřuje je do působnosti valné hromady a že účelem tohoto ustanovení nepochybně bylo zajistit kontrolu valné hromady, a tedy akcionářů, nad odměňováním členů orgánů a zabránit tomu, aby si zejména členové představenstva...nestanovili odměny sami bez ohledu na majetkové poměry společnosti a na kvalitu výkonu funkce odměňovanými členy orgánů.* Přestože se toto rozhodnutí vztahovalo k právnímu stavu platnému do 31.12.2000, kdy v obchodním zákoníku nebylo obsaženo ustanovení § 66 odst. 3 ObchZ, bude dle mého názoru tento závěr platný i za stávající právní úpravy. To lze odůvodnit principem *lex specialis derogat lex generali*, neboť **určení valné hromady jako orgánu s pravomocí rozhodovat o odměňování lze považovat za úpravu zvláštní.** Otázkou ovšem je, jaká rozhodnutí – co do kvality a druhu - lze zahrnout pod strohý zákonný pojem „rozhodování o odměňování“. Odpovíme-li na tuto otázku, nalezneme i rozsah působnosti valné hromady. To je významné i z hlediska následků chybějícího souhlasu valné hromady, neboť absence souhlasu valné hromady sice nemá za následek neplatnost ujednání o odměně, ale zakládá jeho neúčinnost. Teprve schválením ze strany valné hromady se stává ujednání o odměně pro společnost závazným a zakládá nárok člena orgánu na odměnu.

<sup>447</sup> Viz Důvodová zpráva k § 46 – 74 k návrhu zákona o obchodních korporacích, dostupná na <http://obcanskyzakonik.justice.cz>.



Výše zmíněné rozhodnutí Nejvyššího soudu ČR poskytuje určité vodítko pro vymezení působnosti valné hromady, když za rozhodování o odměňování členů představenstva považuje, *jak stanovení pravidel odměňování v případech, kdy je odměna nezávislá na hospodářských výsledcích, tak rozhodování o tom, zda vůbec budou vyplaceny odměny závislé na hospodářských výsledcích a podle jakých pravidel.*<sup>448</sup> Druhý významný judikát, který řešil spor o odměnu mezi členem představenstva a Komerční bankou, se zabýval otázkou, zda interní pravidla banky, která byla vydána na základě rozhodnutí valné hromady, mohla založit právo člena představenstva na poskytnutí odměny. Nejvyšší soud ČR k tomu zaujal jednoznačné stanovisko, kdy neuznal nárok na odměnu plynoucí z interních pravidel, neboť ty se neshodovaly s rozhodnutím valné hromady o odměňování.<sup>449</sup> Současně se vyjádřil k tomu, v jakém míře obecností se rozhodnutí valné hromady může pohybovat, neboť *valná hromada nemusí určit přímo výši úplaty za výkon funkce člena statutárního orgánu, ale postačí, když stanoví pravidla pro jejich určení... Taková pravidla však musí být stanovena tak, aby naplňovala účel ustanovení § 187 odst. 1 písm. g) ObchZ, kterým je kontrola akcionářů nad odměnami členů představenstva. Má-li tedy o konkrétní výši odměny rozhodovat někdo jiný, než valná hromada, musí rozhodnutí valné hromady stanovit objektivní kritéria, na jejichž základě bude odměna určena tak, aby určení výše odměny nezáleželo na libovůli toho, kdo odměnu určuje.* Za rozhodnutí o odměňování, které náleží do působnosti valné hromady, je považováno i rozhodnutí o tom, že konkrétní výši odměny členů představenstva určí někdo jiný než valná hromada. Přestože i toto rozhodnutí bylo přijato před novelou obchodního zákoníku, vložení diskutovaného § 66 odst. 3 ObchZ se dle mého názoru na těchto závěrech nic nemění. **Stále platí, že rozhodování o odměňování orgánů společnosti bude náležet do působnosti valné hromady.** Vzhledem k tomu, že Zákon o auditorech zakotvil do struktury kótované akciové společnosti výbor pro audit, ale opomněl v tomto směru rozšířit působnost valné hromady v otázkách rozhodování o odměnách na tento další orgán, bude nutné dovozovat její působnost ve vztahu k výboru pro auditem výkladem. **Valná hromada může jít buď cestou vydání obecnějších pravidel pro odměňování, která budou obsahovat objektivní kritéria pro určení konkrétní odměny, a zároveň určí jiný orgán společnosti, který podle těchto pravidel odměnu pro konkrétní osoby určí.** Anebo v zájmu zachování

<sup>448</sup> Rozhodnutí Nejvyššího soudu ČR ze dne 27.4.2004, sp.zn. 29 Odo 4/14/2003.

<sup>449</sup> Právní věta v rozsudku Nejvyššího soudu ze dne 31.1.2007, sp.zn. 29 Odo 1200/2005 zní: „Aby žalobci vznikl nárok na uplatěnou odměnu, musel by tento nárok vyplýnout z rozhodnutí valné hromady, nikoli z interních pravidel zpracovaných na jeho základě. Jinými slovy, interní pravidla banky, resp. smlouva uzavřená v souladu s nimi, mohla založit právo na poskytnutí vymáhaného plnění jen tehdy, kdyby tato pravidla schválila valná hromada anebo kdyby se – co do přiznávaného plnění – zcela (nikoli pouze „v zásadě“) shodovala s rozhodnutím valné hromady o odměňování.“

maximální kontroly **žádná obecná pravidla nevydává a bude o konkrétních odměnách rozhodovat sama.**

Výši odměny pro každého člena orgánu společnosti konkretizuje smlouva o výkonu funkce, kterou s ním společnost uzavírá. Přestože uzavření smlouvy o výkonu funkce není podmínkou pro vznik funkce, neboť ta vzniká volbou, je pravidlem, že s každým nově zvoleným členem představenstva či dozorčí rady společnost uzavírá smlouvu o výkonu funkce. Schválení smlouvy o výkonu funkce je rovněž zákonem svěřeno do působnosti valné hromady (§ 66 odst. 2 ObchZ), nicméně pokud společnost zvolí německý model řízení (členy představenstva volí dozorčí rada), pak smlouvu schvaluje dozorčí rada (§ 194 odst. 1 ObchZ). Jelikož české kótované společnosti německý model využívají, dochází ve vztahu ke členům představenstva ke štěpení působnosti ohledně rozhodování o odměnách a schvalování smluv o výkonu funkce. V žádném případě není možné dovodit, že přenesením pravomoci schvalování smluv o výkonu funkce do působnosti dozorčí rady, by zároveň dozorčí rada byla oprávněna rozhodnout o odměňování členů představenstva. Pro tento model řízení společnosti využívají možnosti přijmout na valné hromadě obecná pravidla pro odměňování členů představenstva, na základě nichž je možné určit konkrétní výši odměny pro nově zvoleného člena představenstva, aniž by bylo nutné svolávat valnou hromadu.

Můžeme uzavřít, že podle této úpravy akcionáři mají v rukou rozhodovací pravomoc o odměnách. **Tuzemská právní úprava vyhovuje požadavkům komunitárního práva, konkrétně Doporučení č. 2004/913/ES, které volá po posílení vlivu akcionářů na určení pravidel odměňování členů orgánů kótovaných společností.** Uvedené doporučení totiž požaduje, aby pravidla odměňování byla předmětem programu valné hromady (čl. 4.1) a aby prohlášení o odměnách (*remuneration statement*) bylo předmětem hlasování (čl. 4.2). Obdobně je předchozí akcionářský souhlas vyžadován i pro veškeré akciové opční plány, kterým uvedené doporučení věnuje zvláštní pozornost v části IV (*share-based remuneration*).

#### 4.4.3.3. Role výboru pro odměňování

Všechny moderní principy správy a řízení doporučují, aby kótované společnosti zřizovaly výbor pro odměňování. S požadavkem zřídit tento výbor se lze setkat v téměř každém kodexu správy a řízení, tento požadavek nechybí ani v Českém kodexu. Jak už jsme zmínili, na komunitární úrovni Doporučení Komise č.2005/162/ES doporučuje utváření výboru pro odměňování a v Příloze č. I definuje jeho úlohu. Podle tohoto doporučení by výbor měl plnit svoji funkci zejména ve vztahu k výkonným členům správní rady, resp. členům představenstva. Ve vztahu k těmto osobám by měl připravovat návrhy politiky odměňování,

návrhy jej  
tyto návrh

Role v  
odměňová  
rady, má j  
**do rukou**  
**že existen**

Je pra  
pravidlo p  
odměňová  
*direktory,*  
*nesmí pla*

Zásad  
zvlášť pr  
dozorčí r

**v příměří**  
celosvětov  
o příměří  
rozšířena  
důvodu  
kótovaný  
*Unterneh*  
kritériích.  
dozorčí r

se zhorší

Zásad  
regulace  
společnos  
akciový c  
několikan

<sup>49</sup> Viz B.1 Co  
<sup>50</sup> Gesetz zur

návrhy jejich individuálního odměňování a návrhy vhodných forem smluv o výkonu funkce a tyto návrhy předkládat správní radě, resp. dozorčí radě.

Role výboru pro odměňování závisí na tom, komu je alokována pravomoc rozhodovat o odměnách. Jestliže právní řád tuto pravomoc svěruje do rukou správní rady, příp. dozorčí rady, má jeho existence své opodstatnění. **Pokud ovšem právní řád alokuje tuto pravomoc do rukou akcionářů na valné hromadě, jako je tomu v tuzemské úpravě, domnívám se, že existence tohoto výboru postrádá smysl.**

#### 4.4.3.4. Přiměřenost výše odměn

Je pravidlem, že kodexy corporate governance mezi principy dobré správy zařazují i pravidlo přiměřenosti výše odměn. Britský Combined Code formuluje princip přiměřenosti odměňování tak, *aby úroveň odměňování byla dostatečně atraktivní a motivující pro kvalitní direktory, která je nezbytná k úspěšnému fungování společnosti, přičemž společnost zároveň nesmí platit více, než je nezbytně nutné.*<sup>450</sup>

Zásadu přiměřenosti v Německu výslovně formuluje akciový zákon, který zakotvuje zvlášť pro odměňování členů představenstva (§ 87 AktG) a zvlášť pro odměňování členů dozorčí rady (§ 113 AktG). Podle této zásady **celkové odměny funkcionáře musí být v přiměřeném poměru vůči úkolům takové osoby a stavu společnosti.** V důsledku celosvětové krize byla tato zásada ve vztahu ke členům představenstva v roce 2009 zákonem o přiměřenosti odměn představenstva<sup>451</sup> podrobněji rozvedena. Zásada přiměřenosti byla rozšířena o **podmínku obvyklosti**, podle níž platí, že výše odměny nesmí bez zvláštního důvodu přesáhnout obvyklou odměnu. Zákon požaduje, aby systém odměňování v kótovaných společnostech fungoval na principu trvalého rozvoje (*nachhaltige Unternehmensentwicklung*). Pohyblivé složky odměn by měly být založeny na víceletých kritériích. Jelikož odměny členů představenstva schvaluje dozorčí rada, zákon zároveň ukládá dozorčí radě možnost sjednat určitá omezení pro případ mimořádného vývoje. V případě, že se zhorší hospodářská situace společnosti, dozorčí rada je oprávněna následně odměny snížit.

Zásadu přiměřenosti výše odměn v tuzemské právní úpravě zatím nenajdeme. Tato regulace zatím nebyla nutná. S astronomickými odměnami osob v orgánech akciových společností se v České republice zatím příliš neseťkáváme. Výjimkou snad může být pouze akciový opční plán ve společnosti ČEZ, který přinesl svému vedení vysoké příjmy z důvodu několikanásobného zvýšení hodnoty celé společnosti na kapitálovém trhu. Pokud by mezi

<sup>450</sup> Viz B. I Combined Code.

<sup>451</sup> Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorStAG)

členy vedení společnosti a společností byly ve smlouvě o výkonu funkce sjednány nepřiměřeně vysoké odměny, bylo by zřejmě možné pro rozporování jejich výše využít obecných principů obchodního práva. Těmi jsou zásady poctivého obchodního styku nebo obchodní zvyklosti. Případně by také bylo možné využít občanskoprávní zásady dobrých mravů.

#### 4.4.4. Transparentnost odměňování

V kótovaných společnostech je odměňování osob vykonávajících funkce ve vedoucích pozicích předmětem povinné publicity. Evropská komise ve svém Doporučení 2004/913/ES doporučuje uveřejňování informací o politice odměňování ve společnosti a pravidelné projednávání politiky odměňování na valné hromadě. Zvláštním požadavkem tohoto doporučení bylo rozlišení odměn poskytovaných jednotlivým osobám v orgánech společnosti. Česká právní úprava zatím tento požadavek nereflektovala. České kótované společnosti při uveřejňování informací odměňování členů orgánů a vrcholného managementu postupují striktně podle zákona a všechny informace o odměnách poskytují souhrnně.

Rozsah povinných informací o odměňování stanoví ZPKT ve výčtu informací, které kótovaná společnost musí začlenit do své výroční zprávy (§ 118 odst. 4 ZPKT). České kótované společnosti ve smyslu těchto zákonných požadavků uveřejňují:

- celkovou sumu odměn poskytovanou všem osobám v každém orgánu společnosti (tj. za představenstvo a dozorčí radu) a ostatním osobám s řídicí pravomocí,
- informace o počtu akcií a obdobných cenných papírech emitenta, které jsou ve vlastnictví osob s řídicí pravomocí a osob jim blízkých, a to rovněž souhrnně za jednotlivé orgány a za ostatní osoby s řídicí pravomocí,
- principy odměňování osob s řídicí pravomocí.

## 5. Akce

### 5.1.

#### Postave

společníka

akcionáři, k

jako společ

společnosti

akcionáře j

osoby spoje

přítomnosti

povinnost s

konkrétních

velkého mn

velkého mr

přenechali

akcionářů,

charakteris

mechanism

kapitálovéh

oznamovat

Tím, že

postavení, i

jak je cha

Podstatnějš

investiční i

vztah akcio

k akcií a je

<sup>432</sup> Viz ustanovení  
práva akcionáře  
zániku společnos

<sup>433</sup> Viz Rozhodm

<sup>434</sup> Pakorná, J.: I

<sup>435</sup> O tom svědčí

<sup>436</sup> Pihera, V.: K

## 5. Akcionář a jeho vliv na řízení společnosti

### 5.1. Postavení akcionáře

Postavení akcionáře v akciové společnosti je dvojjediné povahy. Akcionář má postavení společníka a investora zároveň. Toto postavení je určováno souborem práv náležejících akcionáři, která se vážou k vlastnictví akcie.<sup>452</sup> Z podstaty akcie jako souboru práv akcionáře jako společníka akciové společnosti vyplývá právo podílet se jako společník na rozhodování společnosti a ovlivnit tak vůli a konání společnosti jako takové a následně pak povinnost akcionáře jako společníka nést důsledky, které jsou s takovou vůlí a konáním právnické osoby spojeny.<sup>453</sup> Společnické postavení akcionáře je tedy založeno na předpokladu, že bez přítomnosti akcionáře společnost nemůže vzniknout ani existovat, i když akcionář nemá povinnost se osobně účastnit společnosti a existence společnosti není vázána na přítomnost konkrétních akcionářů.<sup>454</sup> Historicky akciové společnosti vznikaly za účelem shromáždění velkého množství finančních prostředků za účelem koncentrace velkého množství kapitálu od velkého množství investorů, kteří pouze vložili své prostředky do společnosti, a její řízení přenechali profesionálnímu managementu. Nebylo tedy nutné zjišťovat identitu ostatních akcionářů, jako je tomu v osobních společnostech. Anonymita akcionářů<sup>455</sup> je ostatně charakteristickým znakem akciové společnosti, kterému by měly být podřízeny ostatní mechanismy uvnitř společnosti. Úplné anonymitě všech akcionářů však brání předpisy kapitálového trhu, které ukládají akcionářům v společnostech kótovanými akciemi povinnost oznamovat získání určitých podílů na hlasovacích právech (viz § 122 ZPKT).

Tím, že účast akcionáře může být anonymní je do značné míry potlačeno jeho společnické postavení, neboť může obtížněji spolupracovat a koordinovat své kroky s ostatními akcionáři, jak je charakteristické pro členy sdružení nebo společníky obchodních společností.<sup>456</sup> Podstatnější roli tak hraje jeho úloha investora, který je veden záměrem nabýt akcii jako investiční nástroj a nikoli zájmem spolupracovat s ostatními akcionáři. Jak uvádí Pihera, vztah akcionáře ke společnosti a ostatním akcionářům je důsledkem nabytí vlastnického práva k akcii a je tedy výrazem vlastnického práva jako absolutního majetkového práva každého

<sup>452</sup> Viz ustanovení § 155 odst. 1 ObchZ, které tuto vázanost akcionáře na akcii zakotvuje: „*Akcie je cenným papírem, s nímž jsou spojena práva akcionáře jako společníka podílet se podle tohoto zákona a stanov společnosti na jejím řízení, jejím zisku a na likvidačním zůstatku při zániku společnosti.*“

<sup>453</sup> Viz Rozhodnutí Nejvyššího správního soudu ČR sp.zn. A 88/2002 ze dne 31.3.2004.

<sup>454</sup> Pokorná, J.: Právní postavení akcionářů a výkon jejich oprávnění řídit společnost, Právnická fakulta Masarykovy univerzity.

<sup>455</sup> O tom svědčí i označování akciové společnosti v zahraničí jako *Société anonyme* ve Francii nebo *Sociedad anónima* ve Španělsku.

<sup>456</sup> Pihera, V.: K obecným limitům akcionářských práv, Právní rozhledy č. 10/2007, s. 361.

akcionáře.<sup>457</sup> Výkon akcionářských práv je tak způsobem výkonu vlastnického práva každého ze společníků akciové společnosti, nikoli realizací smluvního oprávnění či povinnosti.<sup>458</sup>

S ohledem na toto dvojí postavení akcionáře ve společnosti právní doktrína<sup>459</sup> rozeznává dvě skupiny akcionářských práv. *Práva majetková*,<sup>460</sup> která chrání výši majetkového podílu akcionáře na společnosti a *práva nemajetková (účastnická, příp. společenstevní)*<sup>461</sup>, která souvisí s jeho společnickým postavením. **Nemajetková (účastnická) práva jsou práva akcionáře, která mu umožňují podílet se na řízení společnosti**, zejména právo účastnit se valné hromady a rozhodovat o otázkách společnosti. **Na správu akciové společnosti mají rozhodující vliv právě práva nemajetková**, proto se dále budeme soustředit pouze na ně.

Vliv jednotlivých akcionářů na řízení společnosti je podmíněný množstvím hlasů, kterými disponují na valné hromadě společnosti. S ohledem na většinový princip kreování vůle na valné hromadě to znamená, že zájmy většinového vlastníka se transformují na vůli společnosti.<sup>462</sup> Většinoví akcionáři, resp. akcionáři s kontrolním balíkem akcií tak určujícím způsobem ovlivňují zásadní rozhodnutí společnosti, která se dotýkají nejen fungování akciové společnosti, ale také postavení akcionářů v akciové společnosti.<sup>463</sup> Jak jsme uvedli v úvodu této práce, v systému většinového vlastnictví není nutné čelit problému zmocnění mezi akcionáři a představenstvem, nýbrž hlavním problémem, se kterým se právo musí vypořádat, je zmocnitelský problém mezi většinovým akcionářem a minoritními akcionáři. Vzniká otázka, zda můžeme nahlížet na majoritního akcionáře stejně jako na minoritního a naopak. Zda většinový akcionář, který bude společnost *de facto* řídit, je oprávněn činit jakákoli rozhodnutí, bez ohledu na ostatní akcionáře, nebo zda existují určité limity (korektivy), které jej omezují při výkonu jeho práv ve vztahu k ostatním akcionářům.

## 5.2. Obecné korektivy akcionářských práv

Odhlédneme-li od specifické právní úpravy koncernového práva, kterou tuzemská právní úprava převzala z Německa, a která by do jisté míry měla být nástrojem ochrany před expropriací společnosti ze strany jejího většinového společníka, lze zaznamenat, že se v tuzemské rozhodovací praxi začínají využívat obecné právní principy, které korigují vzájemné vztahy mezi akcionáři. Tyto principy jsou odvozovány ze zásad soukromého práva

<sup>457</sup> Pihera, V.: K obecným limitům akcionářských práv, Právní rozhledy č. 10/2007, s. 361.

<sup>458</sup> Tamtéž.

<sup>459</sup> Černá, S.: Obchodní právo 3, ASP1 2006, s. 116.

<sup>460</sup> Právo na podíl na zisku či na likvidačním zůstatku, právo na přednostní upsání akcií při zvýšení základního kapitálu společnosti a další práva související s přeměnami.

<sup>461</sup> Právo účastnit se řízení společnosti, právo podat návrh na vyslovení neplatnosti usnesení valné hromady, právo navrhnout přezkoumání zprávy o vztazích mezi propojenými osobami.

<sup>462</sup> Žitňanská, L.: Základní zásady skromného práva a ochrana menšinových akcionářů, Právní obzor, 83, 2000, č. 4, 287-299.

<sup>463</sup> Tamtéž.

a právního  
rovnosti  
mravů. I  
poctivého  
rozhodova  
loajality  
především  
explicitního

## 5.2

Princip

který je  
vyjádřená  
soukromy  
mohou ro  
tohoto ús  
kapitálová  
výše její  
v závislos  
akcionáře  
být druh a  
stejným d  
mluvit o  
stejný roz  
kritérii, k  
akcionářsk  
jmenovité  
však již p

Obcho

Positivně

<sup>464</sup> Žitňanská, L.

<sup>465</sup> Pelikánová, L.

<sup>466</sup> Žitňanská, L.

a právního státu jako takového, mezi něž patří zásada **zákazu zneužití práva**, **zásada rovnosti** neboli stejného postavení účastníků soukromoprávního vztahu, **zásada dobrých mravů**. Do práva obchodních společností se promítá hlavní obchodněprávní **zásada poctivého obchodního styku**. Dále jsou využívány principy, které vyvinula zahraniční rozhodovací praxe, a to zejména **zásada stejného zacházení s akcionáři** a **povinnost loajality mezi akcionáři** (*Treupflicht, fiduciary duty*). Všechny tyto principy (zásady) mají především interpretační význam, i když nelze popřít, že z nich lze odvodit také řadu explicitních zákazů a příkazů, které vyloučí především z rozhodovací soudní praxe.

### 5.2.1. Zásada rovnosti – stejného zacházení s akcionáři

Princip rovného zacházení s akcionáři je založen na ústavněprávním principu rovnosti, který je fundamentální normou právního státu a která je pro soukromoprávní vztahy vyjádřena v § 2 odst. 2 OZ. Přestože vztah akcionáře v akciové společnosti je soukromoprávním vztahem, do kterého dotčené osoby vstoupily dobrovolně a z něhož se mohou rovněž dobrovolně osvobodit, právní doktrína spatřuje bezprostřední použitelnost tohoto ústavněprávního principu i ve vztahu vůči akcionářům.<sup>464</sup> Tím není popřena kapitálová podstata akciové společnosti, kde se váha práv jednotlivých akcionářů odvíjí od výše jejich kapitálového vkladu. Typově se jednotliví akcionáři mohou diferencovat v závislosti na jmenovité hodnotě akcií, neboť tento princip znamená stejný rozsah práv akcionáře při stejné jmenovité hodnotě akcií. Dalším kritériem diferenciací akcionářů může být druh akcií. V takovém případě rovnost akcionářů znamená stejná práva pro akcionáře se stejným druhem akcií. **V akciové společnosti musíme spíše než o rovnosti akcionářů mluvit o rovnosti akcií**, přičemž až vlastnictví stejného druhu a množství akcií bude zakládat stejný rozsah akcionářských práv.<sup>465</sup> Nicméně ani druh akcií ani jmenovitá hodnota nejsou kritérii, které by mohly odůvodnit jakoukoliv diskriminaci akcionářů.<sup>466</sup> Ne každé akcionářské právo je totiž vázáno na jmenovitou hodnotu akcií. **Diferenciace podle jmenovité hodnoty je samozřejmě přirozená při výkonu hlasovacího práva, není tomu však již při uplatňování práva účasti na valné hromadě nebo práva na vysvětlení.**

#### 5.2.1.1. Obecná obchodněprávní úprava

Obchodní zákoník upravuje zásadu rovnosti ve vztahu k akcionářům na dvou místech. Pozitivně ji zakotvuje v § 155 odst. 7 ObchZ, kde stanoví, že akciová společnost musí

<sup>464</sup> Žitňanská, L.: Základné zásady skromného práva a ochrana menšinových akcionárov, Právny obzor, 83, 2000, č. 4, 289.

<sup>465</sup> Pelikánová, I. a kol.: Obchodní právo. I. díl, Praha, CODEX, Nakladatelství Hugo Grotia, a.s. 1994, s. 207.

<sup>466</sup> Žitňanská, L.: Základné zásady skromného práva a ochrana menšinových akcionárov, Právny obzor, 83, 2000, č. 4, 290.

zacházet za stejných podmínek se všemi akcionáři stejně. S odrazem této zásady se pak lze setkat ostatních právních instrumentech, jejichž cílem je zachovat právní postavení akcionářů ve společnosti např. při zvyšování či snižování základního kapitálu společnosti, kdy by při vydání nových akcií nebo stažení akcií mohlo dojít k přerozdělení poměru, v jakém se jednotliví akcionáři podílejí na řízení společnosti a na majetkových právech společnosti.<sup>467</sup>

Dále je tato zásada vyjádřena negativně v § 178 odst. 13 ObchZ, která upravuje důsledky nerovnosti mezi akcionáři, pokud je některému z nich přiznána neodůvodněná výhoda. Obchodní zákoník na základě tohoto ustanovení prohlašuje za neplatné smlouvy, jejichž účelem je zvýhodnění jakéhokoli akcionáře na úkor společnosti.

Zásada rovného zacházení s akcionáři dopadající na všechny akciové společnosti je zakotvena i na komunitární úrovni v čl. 42 Druhé směrnice, její znění klade důraz na rovné zacházení se všemi akcionáři ve stejném postavení. Ve vztahu ke kótovaným společnostem je tato zásada uvedena v čl. 17 odst. 1 Transparenční směrnice, kde je formulována obecně, a v čl. 4 Směrnice o akcionářských právech, která výslovně akcentuje rovnost zacházení, pokud jde o účast a hlasování na valné hromadě. Uplatňování této zásady je tedy harmonizačním požadavkem v celé Evropské unii a proto se s jejím výslovným zakotvením můžeme setkat i v ostatních zahraničních právních řádech Evropské unie.<sup>468</sup>

### 5.2.1.2. Zvláštní úprava ve vztahu ke kótovaným společnostem

Význam dodržování zásady rovnosti roste v případě kótovaných společností, neboť ty mají oproti ostatním akciovým společnostem zpravidla vyšší počet akcionářů. Z tohoto důvodu právo kapitálového trhu posiluje tuto zásadu zvláštní úpravou v § 120 odst. 2 písm. a) ZPKT. Její dodržování se tím dostává do sféry veřejného práva, která je předmětem dozoru regulátora (ČNB). V případě jejího porušení jde o správní delikt emitenta ve smyslu § 162 odst. 1 písm. c) ZPKT, za který může ČNB uložit pokutu až do výše 10.000.000,- Kč. K dodržování této zásady se ve svém stanovisku vyjádřila předchůdkyně ČNB Komise pro cenné papíry,<sup>469</sup> která definování zásady rovného zacházení s akcionáři staví na klasické ústavněprávní definici přímé diskriminace.<sup>470</sup> Vycházejí z této definice **společnost může**

<sup>467</sup> Při zvyšování základního kapitálu je instrumentem ochrany akcionářů zákonné přednostní právo na úpis části nových akcií podle § 204a ObchZ.

<sup>468</sup> V německém akciovém zákoně je tato zásada zakotvena v § 53a AktG: „Aktionäre sind unter gleichen Voraussetzungen gleich zu behandeln“. Do slovenského obchodního zákonníka se tato zásada dostala od 1.1.2002 do nového ustanovení 176b odst. 2: „Spoločnosť musí zaobchádzať za rovnakých podmienok so všetkými akcionármi rovnako.“

<sup>469</sup> Viz stanovisko KCP č. STAN/18/2004 ze dne 1.12.2004, které lze nalézt na [www.enb.cz](http://www.enb.cz) v sekci Dohled nad kapitálovým trhem – stanoviska a právní názory.

<sup>470</sup> Tou se rozumí *taková regulace, kdy je s určitou osobou nebo skupinou osob zacházeno ve srovnatelné situaci méně výhodným způsobem než s osobami jinými, pokud se tak děje z důvodů právně neospravedlnitelných, tedy a) na základě nepřipustného kritéria (rasa, pohlaví, národnost, víra, atd.), ledaže je rozdílné zacházení na základě takového kritéria věcně odůvodněno oprávněným účelem a prostředky k jeho dosahování jsou přiměřené a nezbytné, nebo se tak děje b) svévolně, tedy bez možného rozumného zdůvodnění takové regulace.* (in Bobek, M., Boučková, P., Kühn, Z. (eds.): *Rovnost a diskriminace*, 1. vydání, Praha: C.H.Beck, 2007, s. 43).

jedn:  
odův  
akci  
jednc  
ilustr  
možr  
(umo  
takov  
průbě  
akci  
spole  
  
Z  
brání  
pova  
druho  
zakot  
P  
hlasi  
akci  
která  
zneu  
spole  
doktr  
předv  
být r  
z org  
výko

471 Kna  
472 Tato  
473 Šter  
474 Tam



**jednat s určitým akcionářem odlišně od ostatních, pokud takové zvláštní jednání je odůvodněné a za stejných podmínek by tak bylo zacházeno s jakýmkoli jiným akcionářem.** Z toho pak KCP dovozuje, že rovnost mezi akcionáři je zachována, pokud jednomu z akcionářů není přiznána neodůvodněná výhoda. Odůvodněnost výhody pak ilustruje na případu jednání o prodeji podílu významného akcionáře na společnosti, kdy je možné, aby společnost poskytla tomuto akcionáři výhody ve formě zvláštní součinnosti (umožnění provedení due diligence), které obvykle svým akcionářům neposkytuje, protože takový postup lze odůvodnit zájmem společnosti samotné i ostatních akcionářů na řádném průběhu prodeje podílu. Nicméně takovou součinnost musí společnost poskytnout všem akcionářům ve stejném postavení, tj. každému akcionáři, který by zamýšlel prodat podíl na společnosti ve srovnatelné velikosti.

### **5.2.2. Zákaz zneužití práva**

Zákaz zneužití práva je další zásadou soukromého práva (§ 3 odst. 1 OZ), kterou se lze bránit situacím, kdy dochází k šikanóznímu výkonu práva akcionáři. Za šikanózní jednání je považováno takové jednání, kterým dochází k výkonu práva pouze s úmyslem způsobit druhému nepřiměřenou škodu.<sup>471</sup> Do práva obchodních společností byla tato zásada zakotvena výslovnou úpravou v § 56a ObchZ<sup>472</sup>, která je rozvedena dvou dílčích zásad.

První z nich míří na výkon hlasovacích práv, kdy **zakazuje zneužití většiny i menšiny hlasů ve společnosti.** Tato zásada bude dopadat na situace, kdy rozhodnutí většinového akcionáře na valné hromadě akciové společnosti bude znamenat přijetí takových opatření, která jej budou zvýhodňovat na úkor ostatních akcionářů a naopak kdy menšinoví akcionáři zneužívají svých hlasů tím, že blokují přijetí zásadních opatření směřujících ku prospěchu společnosti.<sup>473</sup> Tato zásada se neuplatní pouze mezi akcionáři, ale jak připouští česká právní doktrína, bude možné ji aplikovat i na rozhodování orgánů společnosti.<sup>474</sup> Zneužití hlasů je předvídáno v některých situacích uvedených v § 186c odst. 2 ObchZ. Jde o situace, kdy má být na valné hromadě přijato rozhodnutí, které se přímo dotýká akcionáře (např. odvolání z orgánu společnosti, prominutí splnění povinnosti atd.), proto je pro tyto situace akcionáři výkon hlasovacích práv zakázán.

<sup>471</sup> Knapp, V.: Teorie práva. Praha, 1995, s.184.

<sup>472</sup> Tato výslovná úprava se dostala do obchodního zákoníku velkou novelou č. 370/2000 Sb.

<sup>473</sup> Štenglová, I. in Štenglová/Pliva/Tomsa a kolektiv: Obchodní zákoník komentář, 12. vydání, 2009, Beck, s. 213.

<sup>474</sup> Tamtéž a rovněž Dědič, J.: a kol.: Obchodní zákoník. Komentář. 1. díl. 1. vydání. Praha. Polygon. 2002, s.344.

Druhá dílčí zásada pak narozdíl od té první nemíří pouze na výkon hlasovacích práva, ale **zakazuje jakékoli jednání, jehož cílem je některého ze společníků zneužívajícím způsobem znevýhodnit**. To znamená, že se dotýká ostatních práv akcionáře, kterých by akcionář mohl zneužít na úkor ostatních akcionářů. Půjde především o práva související s účastí akcionáře na valné hromadě, tj. procedurální práva akcionáře.

Obě zásady lze do určité míry chápat jako negativní vymezení oproti pozitivnímu obsahu zásady rovnosti v oblasti práva obchodních společností<sup>475</sup> a současně jako **modifikaci zásady pozitivního obchodního styku** (§265 ObchZ), která dopadá na veškeré obchodní závazkové vztahy. Jelikož adresátem obou právních norem je majoritní i minoritní akcionář, lze je považovat za významný korektiv při výkonu akcionářských práv. Při uplatňování této zásady se na práva a oprávněné zájmy jiných osob (tzv. *stakeholders*) nehledí, i když absolutní popření jejich práv rovněž možné není. Nicméně obě zásady by bylo možné formulovat i jinak - viz například řešení slovenského zákonodárce ve vztahu k akcionářům, který v ustanovení v § 176b odst. 1 obchodního zákonníku stanoví: „*Akcionár nesmie vykonávať práva akcionára na ujmu práv a oprávnených záujmov ostatných akcionárov.*“<sup>476</sup>

Bude záviset na judikatuře, jaké případy bude na základě těchto zásad postihovat. Zatím se lze setkat s několika rozhodnutími Nejvyššího soudu ČR. Ve svém nevýznamnějším rozhodnutí<sup>477</sup> Nejvyšší soud ČR řešil otázku, zda lze napadat usnesení valné hromady pro neplatnost z důvodu zneužití většiny, popř. z důvodu jiného zneužívajícího jednání společníka na úkor jiného. Pro napadání samotného usnesení valné hromady soud v této věci odmítl důvod založený na ustanovení § 56a ObchZ. Podle názoru soudu *usnesení valné hromady nelze napadat z toho důvodu, jakým způsobem se ostatní společníci chovají mimo proces přijímání valné hromady*, mohou však být napadnutelné jednotlivé úkony společníků z důvodu zneužití práva dle § 56a ObchZ, např. způsob svolání valné hromady nebo hlasování na valné hromadě anebo obsah usnesení, jehož platnost se posuzuje. Soud v této věci deklaroval, že o zákaz zneužití práva nelze opírat zneužívající chování společníků, pokud není prokázáno, že došlo ke zneužití konkrétních práv společníka. Druhé rozhodnutí nemá pro akciovou společnost relevanci, neboť se týká vyloučení člena družstva, nicméně lze v něm nalézt snahu vymezit mantinely zákazu zneužití práva.<sup>478</sup> V jiném

<sup>475</sup> Hejda, J. *ml.*: Zásady soukromého práva a „šikanózní klauzule“, Právní rádce, 2003, s. 37.

<sup>476</sup> Zavedeno do slovenské úpravy od 1.1.2002 společně se stejnou úpravou obsaženou v § 56a obchodního zákonníku.

<sup>477</sup> Rozhodnutí Nejvyššího soudu ČR sp.zn. Odo 1168/2005ze dne 10.5.2006.

<sup>478</sup> V rozhodnutí Nejvyššího soudu ČR sp. zn. Odo 1374/2005 ze dne 27.4.2006 byla posuzována možnost vyloučení člena družstva z důvodu zneužití práva dle § 56a odst. 2 ObchZ, kde soud došel k závěru, že rozhodnutí o vyloučení člena za nevýznamné porušení povinností či využití postupu podle § 231 ObchZ, může být zneužitím v případech, kdy existuje podstatně účinnější způsob, kterým může družstvo zajistit dodržování zákonného stavu. Vždy je ale třeba zvážit zásah do poměrů obou zúčastněných.

rozhodr  
naznači  
další sk  
akcioná  
společn  
obchod  
svá akc  
akcioná  
dospívá  
okolnos  
společn

Pov  
v české  
v zemíc  
společn  
„Treupj  
omezen  
opírá o  
povinn  
s obcho  
znak si  
akcioná  
požadav  
význar  
postihu  
doktrín

<sup>479</sup> Rozhod

<sup>480</sup> Palandt,

<sup>481</sup> Rozhod

ovládajíc

<sup>482</sup> Rozhod

povinností i

vztahující s

<sup>483</sup> Raiser,

rozhodnutí<sup>479</sup> týkajícím se hlasování o zrušení registrace (dnes kotace) akcií Nejvyšší soud ČR naznačil, že by o zneužití hlasů majoritního akcionáře mohlo jít, pokud by k tomu přistoupily další skutkové okolnosti, ze kterých by vyplynulo takové zneužití, např. pokud by *majoritní akcionář hlasoval o zrušení registrace jen proto, aby tím na úkor minoritních akcionářů společnosti podpořil likviditu vlastního – konkurenčního – akciového titulu, který je rovněž obchodován na veřejném trhu, v očekávání, že (zejména) institucionální investoři přeskupí svá akciová portfolia tak, že dosavadní akcie společnosti nahradí akciemi majoritního akcionáře, a tím dojde k významnému nárůstu kurzu akcií, jež vydal*. Nicméně soud zde dospívá k závěru, že samotné hlasování ve prospěch zrušení registrace při absenci podobných okolností nezakládá zneužití, nýbrž využití práva, jež zákon přiznává každému akcionáři společnosti.

### 5.2.3. Povinnost loajality mezi akcionáři a vůči společnosti

Povinnost loajality mezi akcionáři navzájem a vůči společnosti není výslovně zakotvena v českém obchodním zákoníku. Tento koncept je široce rozvinutým právním institutem jak v zemích *common law*, kde je označován jako „*fiduciary duty*“, tak i v právu obchodních společností kontinentální Evropy. V Německu, Rakousku či Švýcarsku je označován pojmem „*Treupflicht*“, kde má pevné ukotvení v osobních společnostech a společnosti s ručením omezeným, nicméně se prosadil i do akciové společnosti. Německá doktrína tento požadavek opírá o § 242 BGB, podle něhož je účastník smluvního vztahu povinen při plnění svých povinností postupovat zodpovědně a poctivě s ohledem na druhou smluvní stranu ve shodě s obchodními zvyklostmi. Tento princip byl rozšířen judikaturou i na případy, kdy absentuje znak smluvního vztahu, hovoří se o tzv. *Sonderverbindung*, mezi něž patří také výkon akcionářských práv.<sup>480</sup> Na základě rozhodnutí BGH ve věci *ITT*<sup>481</sup> bylo judikováno, že požadavek loajality dopadá především na majoritního akcionáře. Následně ještě významnějším rozhodnutím BGH ve věci *Girmes-AG*<sup>482</sup> byla uznáno, že povinnost loajality postihuje i menšinové akcionáře. Povinnost loajality v akciové společnosti má podle německé doktríny trojí vyjádření:<sup>483</sup> (i) povinnost podporovat společný účel, tj. provoz podniku

<sup>479</sup> Rozhodnutí Nejvyššího soudu ČR sp. zn. Odo 1662/2005 ze dne 1.3.2007.

<sup>480</sup> *Palandt, O. a kol.*: Bürgerliches Gesetzbuch. München: C.H.Beck, 1986, s. 184 a násled.

<sup>481</sup> Rozhodnutí Spolkového soudního dvora z roku 1975 (BGHZ 65, 15), kterým soud přiznal akcionářům společnosti náhradu škody vůči ovládajícímu akcionáři z důvodu porušení *Treupflicht* na straně ovládajícího akcionáře.

<sup>482</sup> Rozhodnutí Spolkového soudního dvora z roku 1995 (BGHZ 129, 136), v němž soud uvedl: „... také menšinovým akcionářům náleží povinnost loajality, která jim ukládá povinnost vykonávat, jejich účastnická práva za přiměřeného zohlednění zájmů ostatních akcionářů vztahující se ke společnosti“ a uznal tak právo na náhradu škody pro porušení povinnosti loajality.

<sup>483</sup> *Raiser, T., Veil, R.*: Recht der Kapitalgesellschaften, 4. Auflage, 2006, s. 111.

společnosti a nejednat ke škodě tohoto podniku, (ii) povinnost brát ohledy na zájmy ostatních akcionářů<sup>484</sup> a (iii) povinnost vykonávat práva a vliv ve společnosti s plnou odpovědností.<sup>485</sup>

Oproti široce uplatňovanému německému konceptu loajality stojí americký koncept fiduciární péče akcionáře, který není obecně aplikovatelný na všechny akcionáře, ovšem lze jej vztáhnout na majoritního akcionáře. Na rozdíl od svěřeneckých (fiduciárních) povinností managementu společnosti není obsahem fiduciární povinnosti majoritního akcionáře povinnost jednat jako strážce majetku společnosti, který je pověřen činit úkony vedoucí ke zhodnocení podílů všech společníků, ale pouze povinnost společnost nepoškozovat. Smyslem tohoto požadavku nemá být zabránit hlavnímu akcionáři jednat ve svém vlastním zájmu, ale zajistit, aby i v takovém případě nebyly poškozeny zájmy společnosti.<sup>486</sup> Požadavek na fiduciární péči při výkonu akcionářských práv majoritního akcionáře se týká pouze několika konkrétních situací: (i) obchodování mezi společností a majoritním akcionářem, (ii) v případech podobných vytěsnění (*squeeze out*) a (iii) při prodeji významného podílu na společnosti.<sup>487</sup> Rovněž britský koncept fiduciární péče vylučuje jeho aplikaci na majoritního akcionáře.<sup>488</sup> Obecně platí zákaz prosazovat jakéhokoli jednání, které nespravedlivě poškozuje jiné (minoritní) akcionáře (*unfairly prejudicial conduct*).<sup>489</sup>

Právě díky výraznému vlivu německého práva obchodních společností se **do české právní doktríny zatím více prosazuje německý široce uplatňovaný výklad principu loajality**. Nejde však o koncept zcela nový, již v české prvorepublikové judikatuře je možné nalézt ojedinělé rozhodnutí<sup>490</sup>, které zmiňuje existenci zásadu věrnosti a víry. **Povinnost loajality či věrnosti akcentuje společnické postavení akcionáře, neboť se opírá o smluvní základ, kterým je založeno členství akcionáře ve společnosti**. Tím je zakladatelská smlouva, resp. stanovy společnosti, které má akcionář za povinnost dodržovat. Při výkonu svých práv se musí chovat tak, aby usiloval o naplnění cíle (účelu) společnosti, k němuž byla založena, dodržoval její stanovy a respektoval její oprávněné zájmy.<sup>491</sup> Povinnost loajality jej tedy limituje v tom, že nesmí činit takové kroky, které by tomuto účelu odporovaly.<sup>492</sup> Tato povinnost akcionáře je dovozována jak vůči společnosti, tak i vůči ostatním akcionářům,

<sup>484</sup> V případě minoritního akcionáře, který disponuje s blokační minoritou, to znamená zákaz blokovat přijetí takových rozhodnutí, která jsou nezbytná pro existenci společnosti nebo zajištění budoucího úspěchu podniku. Povinnosti minoritních akcionářů odpovídá povinnost většinového akcionáře při přijímání zásadních rozhodnutí brát ohledy na zájmy minority.

<sup>485</sup> Pro jednotlivé akcionáře povinnost loajality vyžaduje vykonávat individuální práva s ohledem, např. nezneužívat práva mluvit na valné hromadě k obstrukcím, neklást zbytečné a obtěžující otázky, nebo vznášet žaloby na neplatnost usnesení valné hromady s cílem abkaufen lassen (BGHZ 107, 296, Kochs-Adler).

<sup>486</sup> Cox, J. Hazen, T.: Corporations, 2. vydání, New York: Aspen Publishing, 2003, s. 253.

<sup>487</sup> Shade J.: Business Associations in a Nutshell, 2. vydání St. Paul: West, 2005, s. 184.

<sup>488</sup> Peters' American Delicacy Co. Ltd. v. Health (1939) 61 CLR 457; Carruth v. Imperial Chemical Industries Ltd. (1937) AC 707.

<sup>489</sup> V rozhodnutí Clemens v. Clemens Bros. Ltd. z roku 1976 soud dospěl k závěru, že by nebylo moudré snažit se definovat konkrétní obsah pravidel omezujících výkon akcionářských práv, protože na každý z případů je nutné aplikovat s ohledem na různorodé konkrétní okolnosti.

<sup>490</sup> Rozhodnutí Nejvyššího soudu ČR sp.zn. Rc 1747 (Vážný, 22 IV. B:599).

<sup>491</sup> Černá, S.: Obchodní právo 3, ASPI 2006, s. 186.

<sup>492</sup> Žitňanská, L.: Základní zásady skromného práva a ochrana menšinových akcionářů, Právní obzor, 83, 2000, č. 4, 296.

Mezi akcio  
menšinové!  
ostatních al

V souča

potvrzuje

loajality sc

obchodního

resp. nesmí

z případné

Oponer

Dle jeho ná

jde o reflex

před chovi

společností

chtít a bez

ingerenci d

### 5.3.

### 5.3.

Jsou ve

společnosti

Bud' bude

akciové sp

podarí pros

společnosti

k veřejné in

trh tak i na

v jejich záj

<sup>493</sup> Hüffer, U.: A

<sup>494</sup> Viz Rozhodn

<sup>495</sup> Pihera, V.: Na

<sup>496</sup> Noack, U.: In

Aktiengesellsch

<sup>497</sup> Tamtéž.

Mezi akcionáři není činěn rozdíl, tato povinnost zatěžuje každého akcionáře - většinového i menšinového. To znamená, že kromě účelu společnosti musí brát přiměřený ohled na zájmy ostatních akcionářů.<sup>493</sup>

V současné judikatuře Nejvyššího soudu ČR lze nalézt zatím **jediné rozhodnutí, které potvrzuje existenci povinnosti loajality společníka ve vztahu ke společnosti.**<sup>494</sup> Z principu loajality soud dovozuje, že společník společnosti s ručením omezeným nesmí převodem obchodního podílu neúměrně a neodůvodněně ohrozit další činnost a existenci společnosti, resp. nesmí zneužitím práva převést obchodní podíl obejít povinnosti, jež by mu jinak plynuly z případné likvidace či prohlášení konkursu na majetek společnosti.

Oponentem loajality společníka vůči společnosti je Pihera, který popírá její existenci.<sup>495</sup> Dle jeho názoru lze loajalitu dovozovat pouze mezi jednotlivými společníky navzájem, neboť jde o reflexi smluvního základu společnosti a na základě ní je zajišťována ochrana minority před chováním zjevně diskriminujícím. Nicméně nic takového nelze dovozovat mezi společností a společníkem, který by měl mít možnost společnost zlikvidovat, kdykoli bude chtít a bez jakéhokoli důvodu. Připuštění loajality vůči společnosti znamená veřejnoprávní ingerenci do absolutních práv vlastníka.

### 5.3. Právo akcionáře účastnit se na řízení společnosti

#### 5.3.1. Teoretická východiska

Jsou vedeny různé teoretické úvahy o tom, jakým směrem se z hlediska řízení akciové společnosti vydat. Prof. Noack vidí **dvě alternativy řízení moderní akciové společnosti.** Buď bude regulace akciové společnosti založena na **veřejnoprávním principu**, kdy řízení akciové společnosti bude do určité míry podléhat doзору veřejnoprávního orgánu, anebo se podaří prosadit **soukromoprávní řešení**, na základě něhož dojde k posílení vlivu akcionářů společnosti.<sup>496</sup> Veřejnoprávní řešení by přitom mohlo akciovou společnost typově přiblížit k veřejné instituci, na níž by dohlížel úřad pro akcie (*Aktienamt*) dohlízející jak na kapitálový trh tak i na akciovou společnost.<sup>497</sup> Takový úřad by se staral o neaktivní akcionáře tím, že by v jejich zájmu vykonával jejich hlasovací práva. Soukromoprávní řešení, k němuž se prof.

<sup>493</sup> Hüfner, U.: Aktiengesetz. Auflage München, C.H.Beck 1995, s. 210.

<sup>494</sup> Viz Rozhodnutí Nejvyššího soudu ČR ze dne 26.6.2007 sp.zn. 29 Odo 387/2006.

<sup>495</sup> Pihera, V.: Na margo judikatury NS k obchodním společnostem ze dne 27.1.2009 na [www.legblog.cz](http://www.legblog.cz).

<sup>496</sup> Noack, U.: Information, Kommunikation und Entscheidung – Zur Corporate Governance der Hauptversammlung europäischer Aktiengesellschaften, s. 9 a násl. dostupné na [www.jura.uni-duesseldorf.de/cbc](http://www.jura.uni-duesseldorf.de/cbc).

<sup>497</sup> Tamtéž.

Noack přiklání, by však mělo spočívat v posílení vlivu a dohledu akcionářů na společnost.<sup>498</sup> Posílení akcionářského vlivu se zatím nepodařilo nastolit. Problém spočívá v akcionářské heterogenitě. Existuje mnoho podob akcionářů – akcionáři s několika akciemi, akcionáři významnějším finančním podílem (např. s 1 %), akcionáři s vyšším podílem, který podléhá oznamovací povinnosti (5 %), a ovládající akcionáři. Prof. Noack v této souvislosti mluví o pestrobarevné akcionářské sociodemografii, která stejně pestrá jako život sám.<sup>499</sup>

Otázkou zůstává, zda lze různorodou akcionářskou populaci dnešního světa propojit s děním ve společnosti? Hlasovací právo akcionáře je základní konstantou, která přetrvává. Trh ukazuje, že kmenové akcie jsou cennější než prioritní akcie. Hlasování nohama, tzv. *wall street rule* nebývá pro akcionáře s nízkou účastí žádným řešením, neboť prodej akcií, když výkonnost společnosti v důsledku neefektivního řízení upadá, znamená pro akcionáře zpravidla ztrátu. Pokud jde o institucionální investory, těm výprodej akcií nemusí umožňovat jejich investiční pravidla, ledaže realizovaná ztráta je nepřiměřená, nebo je k tomu donutí změna strategie investičního fondu (např. změna investice z technologických do developerských společností atd.), v jehož majetku akcie jsou.

**Zvýšení akcionářského vlivu soukromoprávní cestou se pokouší nastolit v celé Evropské unii komunitární úprava prostřednictvím Směrnice o akcionářských právech,** která má být rovněž transponována do českého právního řádu. Výchozí zásadou, na níž je úprava ve směrnici založena, je zásada stejného zacházení se všemi akcionáři. Tato zásada je vyjádřením požadavku stejných šancí v soutěži o vliv na záležitosti společnosti. Pravidla ve Směrnici o akcionářských právech lze rozdělit do dvou skupin:

- (i) pravidla zajišťující dostatek informací pro rozhodování akcionářů a
- (ii) pravidla zabezpečující možnost akcionářů účastnit se valné hromady, ovlivnit její pořad jednání a hlasováním vyjádřit svůj zájem na určitém řešení záležitosti společnosti.

### 5.3.2. Rozsah vlivu akcionáře na řízení společnosti

Jak jsme již uvedli, akcionář se podílí na řízení společnosti prostřednictvím nemajetkových (společenstevních) práv. Nejvýznamnějšími akcionářskými právy jsou **právo účastnit se valné hromady** a **vykonávat na ní hlasovací právo**. Právo účastnit se valné hromady je nezadatelné, což znamená, že žádného akcionáře nemohou stanovy tohoto práva zbavit, a to ani když nemůže na valné hromadě hlasovací právo vykonávat, rovněž se nemůže

<sup>498</sup> Tamtéž.

<sup>499</sup> Tamtéž.

platně t  
společn  
právních  
tom, zda  
dozorčí  
rozhodo  
fúzí, ,  
republic  
rozdělov

Podf  
vedení, r  
ekonomi  
**mechani**  
**dohodu**  
mechani  
společn  
tím, že j  
**inkasov**  
ovlivňov

Význ  
s rozptýl  
vynaklác  
USA, kd  
korporát  
musí seb  
jim pod  
(*proxy c*

Naop  
prosadit  
změn p

<sup>500</sup> *Dědič, J.*  
<sup>501</sup> *Bebchuk*  
rozděluje ko  
fúze, prodej  
peněžitých a  
<sup>502</sup> *Baums, T.*  
Comparative

platně tohoto svého práva vzdát, ale nemusí jej realizovat.<sup>500</sup> Rozsah vlivu na řízení společnosti, který může akcionář svým hlasovacím právem vykonávat se liší v jednotlivých právních řádech. Ve všech právních řádech je akcionářům poskytováno právo rozhodovat o tom, zda a za jakých podmínek bude vedení společnosti (správní rada/představenstvo a dozorčí rada) ponecháno ve funkci či zda bude nahrazeno. Dále akcionáři mají možnost rozhodovat o fundamentálních změnách společnosti, tj. o stanovách, výši základního kapitálu, fúzích, jiných přeměnách a obdobných transakcích a zrušení společnosti.<sup>501</sup> V České republice a ostatních evropských zemích akcionáři schvalují účetní závěrku a rozhodují o rozdělování zisku.

Podíváme-li se na výkon hlasovacích práv z hlediska rozdělení sil mezi akcionáři a členy vedení, můžeme říci, že akcionářům je dáno právo hlasovat ze dvou důvodů. Jelikož podle ekonomické teorie platí, že úplný kontrakt není možné sepsat, musí z tohoto důvodu existovat **mechanismus, kterým mohou akcionáři v případě změny okolností měnit počáteční dohodu o investici.**<sup>502</sup> Takovou dohodou mezi akcionáři jsou stanovy společnosti. Tímto mechanismem je právě právo akcionáře hlasovat, neboť alternativní možnost - odejít ze společnosti, nemusí být vždy k dispozici. Pokud nemá akcionář možnost odejít ze společnosti tím, že prodá své akcie, zbývá mu pouze druhá možnost, kterou je **zrušení společnosti a inkasování likvidačního zůstatku.** Hlasování je tedy klíčovým nástrojem akcionáře pro ovlivňování správy akciové společnosti.

Význam hlasovacích práv při správě společností je výrazně potlačen ve společnostech s rozptýlenou akcionářskou strukturou, což je ovlivněno vysokými transakčními náklady vynakládanými na jejich výkon a problémy kolektivního výběru. To je charakteristické pro USA, kde je vliv akcionářského hlasování potlačen na minimum. Akcionáři mohou iniciovat korporátní změny v podstatě pouze výměnou členů správní rady, ale i pro takovou změnu musí sehnat podporu ze strany ostatních akcionářů. Tu mají možnost sehnat, pouze pokud se jim podaří získat dostatek plných mocí od ostatních akcionářů v tzv. soutěži o plné moci (*proxy contest*) (viz kapitola 4.1.2).

Naopak v systému s většinovou akcionářskou strukturou může ovládající akcionář prosadit téměř jakoukoli korporátní změnu hlasováním na valné hromadě. Vedle toho řadu změn prosazuje i svým faktickým vlivem, neboť orgány společnosti bývají zpravidla

<sup>500</sup> Dědič, J.: *a kol.*: Obchodní zákoník. Komentář. III. díl. 1. vydání. Praha. Polygon. 2002, s.1798.

<sup>501</sup> Bebchuk (in *Bebchuk, L.*: The Case for Increasing Shareholder Power, 2004, Working Paper, Harvard John M. Olin Center for Law) rozděluje korporátní rozhodnutí na (i) rule of the game decisions, mezi něž řadí změnu stanov, (ii) game ending decisions, mezi něž řadí fúze, prodej majetku a likvidace a (iii) scaling down decisions, mezi něž řadí snížení velikosti společnosti vyplacením dividend at již peněžitých a nepeněžitých.

<sup>502</sup> Baums, T.: General Meetings in Listed Companies – New Challenges and Opportunities, Company Law Reform In OECD Countries A Comparative Outlook of Current Trends.

obsazeny pouze zástupci ovládajícího akcionáře. Z tohoto důvodu právní řády, pro něž je typická většinová vlastnická struktura, omezují vliv většinových akcionářů obecnými principy (zákaz zneužití většiny, povinnost loajality) a zvláštními právními instrumenty (koncernové právo, pravidla pro nabídky převzetí).

### 5.3.3. Nemožnost výkonu účastnických práv akcionáře

V některých případech je akcionáři zcela zapovězen výkon akcionářských práv. Obecně lze říci, že jde o případy, které musí výslovně stanovit zákon, popříp. o odnětí účastnického práva akcionáře rozhodne k tomu oprávněný orgán (např. ČNB). **Je-li akcionáři zapovězen výkon jeho účastnických práv, znamená to i nemožnost účastnit se valné hromady.** To je nutné odlišit od situace, kdy s akcií nejsou spojena hlasovací práva, neboť akcie bez hlasovacích práv neodnímají akcionáři právo účastnit se valné hromady (blíže viz kapitola 5.5.4).

Právní úprava v obchodním zákoníku váže zákonnou sankci nemožnosti výkonu akcionářských práv na situace, kdy akcionář na základě výzvy společnosti nepředloží své akcie (příp. zatímní listy) k jejich výměně.<sup>503</sup> Vedle této obecné úpravy některé zvláštní zákony upravují i další situace, které mohou vést k pozastavení výkonu akcionářských práv. Pro kótované společnosti je zejména relevantní porušení zákazu uvedeném v ustanovení § 17 Zákona o nabídkách převzetí, který navrhovateli po dobu závaznosti nabídky převzetí zakazuje nabývat či zcizovat účastnické cenné papíry cílové společnosti. Porušení tohoto zákazu má podle 18 odst. 1 Zákona o nabídkách převzetí za následek pozastavení po dobu 3 let výkonu práv spojených s účastnickými cennými papíry, které byly v důsledku tohoto jednání nabyty. Pozastavení výkonu akcionářských práv zakotvuje jako sankci zákon o bankách<sup>504</sup> a další zákony.<sup>505</sup>

## 5.4. Procedurální práva akcionářů

Jako potvrzuje relativně bohatá tuzemská judikatura, procedurální pravidla, která upravují procesní práva akcionářů ve vztahu k valné hromadě, mohou mít dalekosáhlý vliv na výkon

<sup>503</sup> § 176 odst. 5 ObchZ – výměna akcie za zatímního list, § 186b odst. 2 ObchZ – výměna akcií za akcie jiného druhu, formy, či při štěpení nebo spojení akcií, § 209 odst. 2 – při zvyšování jmenovité hodnoty akcií, § 213a odst. 2 – při snižování jmenovité hodnoty akcií.

<sup>504</sup> Podle § 20a odst. 1 zákona č. 21/1992 Sb., o bankách v případech, kdy byl nabyt kvalifikovaný podíl na bance bez předchozího souhlasu ČNB podle § 20 odst. 3 zákona o bankách, nebo po lhůtě podle § 20 odst. 9 Zákona o bankách a nebyl udělen souhlas podle § 20 odst. 7 zákona o bankách a dále v případech, kdy ČNB zjistí, že působení osoby nebo osob s kvalifikovanou účastí na bance je na újmu řádnému a obezřetnému podnikání banky, popř. lze takové působení důvodně očekávat, ČNB pozastaví majiteli akcií, který má sám nebo jednatelům ve shodě s jinou osobou kvalifikovanou účast na bance, výkon práva účastnit se a hlasovat na valné hromadě, práva požádat o svolání mimořádné valné hromady a práva podat soudu návrh na vyslovení neplatnosti usnesení valné hromady.

<sup>505</sup> § 3 odst. 3 zákona č. 42/1994 Sb., o penzijním připojištění se státním příspěvkem, § 18 zákona č. 477/2001 Sb. o obalech.

účastnických p  
akcionáře čast  
většinového a  
stranu vyvolá  
procedury vzt  
obchodním zá  
Obecně lze  
konání valné h  
valné hromady  
řízení jsou pr  
je fáze, kdy l  
valné hromady  
identifikace al  
hromady, (iv)  
účasti akcioná  
najít poměrně  
poskytuje akc  
akcionáři upla  
záležitost na j  
dále, tuzemsk  
možností, jak  
míry závislý r  
takové náklady

### 5.4.1.

Akcionáři  
pozvánkou na  
v závislosti na  
možnost akcio  
push model).

působ oznám  
Obchodního v  
v praxi uplatn

<sup>506</sup> *Zetsche, D.:* Shar



účastnických práv akcionáře. Procesní chyby při konání valné hromady bývají pro menšinové akcionáře často jedinou možností, kterých mohou využít, aby zabránili přijetí rozhodnutí většinového akcionáře, v jehož režii průběh valné hromady obvykle bývá. To na druhou stranu vyvolává tlak na akciovou společnost a na většinového akcionáře, aby všechny procedury vztahující se ke svolání a průběhu valné hromady byly provedeny v souladu s obchodním zákoníkem a stanovami společnostmi.

Obecně lze průběh valné hromady rozlišit na tři fáze. Těmi jsou příprava valné hromady, konání valné hromady, během něhož probíhá hlasování, a případný soudní přezkum průběhu valné hromady a jejích výsledků. **Nejvýznamnějším elementem akcionářského vlivu na řízení jsou procesní práva akcionářů, která se týkají přípravy valné hromady,** neboť to je fáze, kdy lze ještě ovlivnit její průběh a tím i výsledek. Německá literatura<sup>506</sup> přípravu valné hromady rozděluje na několik dílčích kroků (i) příprava programu valné hromady, (ii) identifikace akcionářů, (iii) rozeslání pozvánky nebo jiný způsob oznámení o konání valné hromady, (iv) komunikace představenstva s akcionáři před valnou hromadou a (v) registrace účasti akcionářů. Analyzujeme-li tyto jednotlivé fáze přípravy valné hromady, můžeme zde najít poměrně rozsáhlý prostor pro uplatnění akcionářského vlivu. Česká právní úprava poskytuje akcionářům klasickou triádu procesních práv, jejichž prostřednictvím mohou akcionáři uplatňovat svůj vliv: **(i) právo svolat valnou hromadu, (ii) právo zařadit určitou záležitost na pořad jednání a (iii) právo uplatňovat návrhy a protináměry.** Jak si ukážeme dále, tuzemská úprava se jeví jako poněkud bezzubá, neboť neposkytuje akcionářům mnoho možností, jak tato práva vynutit. Vzhledem k tomu, že výkon těchto práv bude do značné míry závislý na výši nákladů s tím spojených, souvisí s tím právněpolitická otázka, kdo má takové náklady nést.

#### **5.4.1. Svolání akcionářů na valnou hromadu**

Akcionáři se musí nějakým způsobem o konání valné hromady dozvědět. To se děje pozvánkou na valnou hromadu. Způsob, jakým se o ní akcionáři dozví, je řešen dvojčetně v závislosti na druhu akcií, které společnost vydala. V případě akcií na jméno společnost má možnost akcionáře kontaktovat přímo, proto musí být pozvánka zaslána na jejich adresu (tzv. *push model*). Pokud vydala společnost akcie na majitele, kde identitu akcionářů nezná, je způsob oznámení pozvánky řešen prostřednictvím různých médií mající celostátní dopad a Obchodního věstníku jako úředního listu (tzv. *pull model*). Právě tzv. *pull model* nalézá v praxi uplatnění převážně u kótovaných společností, neboť tyto zpravidla vydávají akcie na

<sup>506</sup> *Zetzsche, D.: Shareholder Interaction Preceding Shareholder Meeting of Public Corporations – A Six Country Comparison.*

majitele a nemohou tudíž identitu akcionářů znát. V kótovaných společnostech výjimkou budou samozřejmě ti akcionáři, kterým ze zákona vzniká oznamovací povinnost. Anonymita akcionářů je rovněž prolomena i tím, pokud jsou akcie v zaknihované podobě. Ve všech těchto případech bude kótovaná společnost s akciemi na majitele znát údaje o vlastníkově akcií a mohla by všechny tyto akcionáře obeslat pozvánkou. Podle judikatury Nejvyššího soudu ČR je sice přípustné, aby společnost obeslala akcionáře s akciemi na majitele pozvánkou, pokud jejich identitu zná, neboť tím bude naplněn účel svolávání valné hromady,<sup>507</sup> Na druhou stranu Nejvyšší soud ČR v jiném judikátu jasně deklaroval, že **ani znalost identity akcionářů nečiní ze zaknihovaných akcií na majitele akcie na jméno, proto se i nadále uplatní způsob publicity předepsaný zákonem pro formu akcií na majitele.**<sup>508</sup>

#### 5.4.1.1. Způsob uveřejnění oznámení *de lege lata*

Jako způsob uveřejnění oznámení o konání valné hromady předepisuje zákon v ustanovení § 184 odst. 4 ObchZ celostátně distribuovaný deník. Doposud platilo, že muselo jít o médium tištěné. Tento pohled byl prolomen judikátem Vrchního soudu v Praze,<sup>509</sup> který **za deník uznal webové stránky na internetu.** Konkrétně uznal internetové stránky [www.valnehromady.cz](http://www.valnehromady.cz). Toto své rozhodnutí odůvodnil tím, že účelem zákona je, aby se akcionáři o konání valné hromady mohli dozvědět z informačního zdroje obecně dostupného pro každého akcionáře, přičemž musí jít o informační zdroj dostupný bez vynaložení nepřiměřené námahy.<sup>510</sup> Tato argumentace je v dnešní době postupující elektronizace a internetizace domácností<sup>511</sup> poměrně přesvědčivá za předpokladu, že společnost má akcionáře, kteří mají přístup k internetu. Pokud by společnosti bylo známo, že někteří akcionáři tuto

<sup>507</sup> Tento závěr Nejvyšší soud ČR ve svém rozhodnutí ze dne 19.4.2000, sp.zn. 32 Cdo 2826/99 opřel o účel ustanovení § 184 odst. 3 ObchZ, který lze spářovat v tom, „aby byli všichni akcionáři včas pozváni na valnou hromadu a tím jim byl umožněn výkon jednoho ze základních práv akcionáře, totiž práva účastnit se prostřednictvím valné hromady na řízení společnosti. Není pochyb ani o tom, že takovou účast daleko lépe umožní pozvánka, zasláná na adresu každého akcionáře, než oznámení uveřejněné v tisku, kterým se z nejrůznějších důvodů nemusí mít akcionář možnost seznámit... Svolání valné hromady uveřejněním oznámení pro majitele akcií na majitele upravuje obchodní zákoník obecně pro majitele těchto akcií, neboť jde o akcie anonymní, o jejichž majitelích nevede akciová společnost seznam a nemá proto bez dalšího možnost majitele těchto akcií identifikovat a zaslát jim pozvánku na valnou hromadu. Jestliže však akciová společnost takovou možnost má, jak je tomu pravidlem u zaknihovaných akcií na majitele, a na místo uveřejnění oznámení o konání valné hromady jim zašle pozvánku, nelze logickým a teleologickým výkladem uvedeného ustanovení než dospět k tomu, že společnost neporušila svoji povinnost, ale že jednala nad rámec svých povinností ve prospěch akcionářů. Jakýkoli jiný výklad by byl stejně nelogický, jako kdyby byla prohlášena za neplatnou smlouva, pro kterou zákon předepisuje prostou písemnou formu jen proto, že byla uzavřena formou notářského zápisu.“

<sup>508</sup> Rozhodnutí Nejvyššího soudu ČR ze dne 28.2.2006, sp.zn. 29 Odo 981/2005.

<sup>509</sup> Usnesení Vrchního soudu v Praze ze dne 29.2.2008 sp.zn. 7 Cmo 503/2007: „Deník ve smyslu § 184 odst. 4 ObchZ nemusí být nutně deníkem tištěným jen na papíře, ale rovněž deníkem majícím jen elektronickou podobu, zejména podobu webových stránek v síti internet. Deník mající toliko elektronickou podobu webových stránek na síti internet lze považovat za celostátně distribuovaný deník. Oznámení o konání valné hromady akciové společnosti s akciemi na majitele publikované na stránkách elektronického deníku [www.valnehromady.cz](http://www.valnehromady.cz) představuje uveřejnění oznámení v celostátně distribuovaném deníku, a tudíž vhodný způsob uveřejnění ve smyslu § 184 odst. 4 ObchZ.“

<sup>510</sup> Tamtéž.

<sup>511</sup> Podle údajů ČSÚ mělo v roce 2007 přibližně 55 % domácností v ČR k dispozici internet a více než 55 % občanů se řadilo k uživatelům internetu.

možnost nemají, šlo by o nepřipustnou diskriminaci.<sup>512</sup> V každém případě je na uvedeném rozhodnutí zajímavé, že o se něj zasadil provozovatel internetových stránek, který tím legitimizoval svoji obchodní myšlenku.

#### 5.4.1.2. Úprava *de lege ferenda*

*De lege ferenda* budou tyto přetrvávající pochybnosti ohledně způsobu uveřejnění oznámení o konání valné hromadě odstraněny, neboť projednávaná Novela ObchZ od požadavku celostátně distribuovaného deníku upouští.<sup>513</sup> V praxi bude záviset na společnostech samotných, jaký způsob uveřejnění oznámení si určí ve svých stanovách. Nepochybně však bude muset jít o způsob naplňující zásadu stejného zacházení, aby akcionáři nemohli být vyloučeni z přijetí informace o konání valné hromady.

Ve vztahu k uveřejnění oznámení o konání valné hromady zakotvuje Směrnice o akcionářských právech princip zajištění rychlého a nediskriminujícího přístupu.<sup>514</sup> Pokud jde o druh médií, který by měli společnosti zvolit, z čl. 5 odst. 2 a odst. 4 Směrnice o akcionářských právech vyplývají dva požadavky, které se však v navrhované Novele ObchZ neobjevují. Za prvé jde o použití takových sdělovacích prostředků, od nichž lze rozumně očekávat, že zprostředkují účinným způsobem informace veřejnosti v celém Společenství. Za druhé musí být veškeré předepsané informace zpřístupněny na internetových stránkách společnosti.

Směrnice o akcionářských právech zakotvuje pro kótované společnosti tzv. *pull model* ve dvou formách. Zpřístupnění informací na internetových stránkách společnosti je již dnes běžnou praxí v kótovaných společnostech, proto nelze čekat problémy s zavedením. Druhá požadovaná forma však zasluhuje větší pozornost. Společnosti totiž budou muset nalézt taková média, která budou informace zprostředkovávat po celém Společenství. Tento požadavek není problematický, pokud jde o plnění informačních povinností. Je zřejmé, že tento koncept byl doslovně převzat z čl. 21 odst. 1 Transparenční směrnice, kde dopadá na šíření regulovaných informací. Je-li však uplatňován na šíření pozvánky na valnou hromadu, může to mít dalekosáhlý dopad na fungování akciových společností. **Nebude-li sdělovací prostředek splňovat podmínku účinného zprostředkování informace v celém Společenství, mohl by každý akcionář z důvodu porušení této povinnosti napadat pro**

<sup>512</sup> K obdobnému závěru dospěl i P.Čech in (Čech, P.: Svolání valné hromady, Právní rádce 10/2008), který argumentuje, že zvolený způsob oznámení je třeba poměřovat individuálně ke konkrétní společnosti, resp. ke konkrétnímu složení akcionářské obce. Tuto argumentaci opírá o rozhodnutí Nejvyššího soudu ČR ze dne 18.4.2007, sp.zn. 29 Odo 311/2006, kde soud dovedl, že účelem § 184 odst. 4 ObchZ je do značné míry ochrana akciové minority, přičemž lze sledovat závažné právní následky v tom, že skrze nevhodný způsob uveřejnění oznámení byli z účasti na valné hromadě vyřazeni minoritní akcionáři.

<sup>513</sup> Viz navrhovaný § 184a odst.2 ObchZ.

<sup>514</sup> Viz čl. 5 odst. 2 Směrnice o akcionářských právech.

**usnesení valné hromady pro jejich neplatnost.** Aby byly odstraněny jakékoli pochybnosti, tuzemský zákonodárce by měl výslovně určit, která média tuto podmínku splňují. Nabízí se rovněž řešení přiznat toto postavení Obchodnímu věstníku. K tomu je však nutno podotknout, že zveřejňování oznámení o konání valných hrad v Obchodním věstníku není mezi odbornou veřejnou veřejností považováno za vhodný způsob šíření informací, neboť toto médium téměř nikdo nesleduje.

#### 5.4.2. Právo svolat valnou hromadu

Za obvyklého chodu společnosti je svolání valné hromady svěřeno do rukou představenstva společnosti, popříp. jeho členu,<sup>515</sup> pokud se na jejím svolání představenstvo neusneslo.<sup>516</sup> Řádnou valnou hromadu má představenstvo povinnost svolat nejméně jednou ročně ve lhůtě určené stanovami nejpozději do šesti měsíců od skončení účetního období.<sup>517</sup> Vedle toho má představenstvo povinnost svolat mimořádnou valnou hromadu v případě ztráty společnosti či jejího úpadku ve smyslu § 193 ObchZ a z důvodu žádosti akcionářů.

**Právo požádat představenstvo o svolání mimořádné valné hromady je významné procesní právo, které je podle § 181 odst. 1 ObchZ svěřeno do rukou akcionářů.** Toto právo akcionářů bývá zařazováno mezi práva menšinových akcionářů, neboť je vázáno na určitý minimální počet akcií, které akcionář nebo akcionáři musí vlastnit.<sup>518</sup> Česká úprava stanoví jako kvalifikační kritérium dvě různé hranice v závislosti na velikosti společnosti, resp. jejího základního kapitálu. U společnosti se základním kapitálem 100.000.000,- Kč a méně musí akcionář vlastnit akcie přesahující jmenovitou hodnotu 5% základního kapitálu a u společnosti s vyšším základním kapitálem musí akciový podíl přesáhnout 3% základního kapitálu.<sup>519</sup> Toto kvalifikační kritérium je vázáno pouze na vlastnictví akcií bez ohledu, zda je s nimi spojeno hlasovací právo.

Na základě žádosti akcionářů má představenstvo povinnost takovou valnou hromadu svolat do 40 dnů, přičemž nesmí navržený pořad jednání měnit, resp. změnit jej může jen se

<sup>515</sup> Nejvyšší soud ČR ve svém rozhodnutí ze dne 22.8.2006, sp.zn. 29 Odo 1023/2005 dokonce dovedl možnost svolání valné hromady i bývalým členem představenstva, když nikdo jiný, kdo by ji mohl svolat k dispozici není.

<sup>516</sup> To znamená postupem podle § 194 odst. 3 ObchZ. Podle judikatury přitom platí, že svolání valné hromady není ani jednáním jménem společnosti ani obchodním vedením. Viz rozhodnutí Nejvyššího soudu ČR ze dne 30.4.1997, sp.zn. 1 Odo 2/97, Právní rozhledy 8/1997 s. 429: „Svolání valné hromady společnosti s ručením omezeným nelze považovat za jednání společnosti ve vztahu ke třetím osobám, ani za součást obchodního vedení společnosti. Svolání valné hromady je zvláštní, zákonem výslovně stanovenou povinností, kterou jednatelé plní nad rámec obchodního vedení společnosti.“

<sup>517</sup> Viz § 184 odst. 3 ObchZ.

<sup>518</sup> Vedle práva minoritních akcionářů zakotveného v § 181 odst. 1 ObchZ existuje ještě zvláštní právo požadovat svolání valné hromady v § 131 Zákona o přeměnách v souvislosti s vnitrostátní fúzí. Toto právo náleží akcionářům, kteří vlastní alespoň 5 % podíl na základním kapitálu.

<sup>519</sup> Tato hranice platí od 1.1.2001, kdy zákonem č. 370/2000 Sb. došlo ke snížení hranice z původních 10 %. Připravovaná novela obchodního zákoníku, kterou dojde k transpozici Směrnice o akcionářských právech do českého právního řádu, tuto hranici ještě upraví (sníží) tak, že bude postačovat dosáhnout na tuto hranici a nikoli jí přesáhnout jako je tomu za stávajícího znění.

souhlasem navrhuje akcionáře.<sup>520</sup> Judikatura potvrdila, že akcionář se může domáhat svolání valné hromady pouze k projednání záležitostí, které patří do její působnosti.<sup>521</sup> Přestože dle § 181 odst. 2 ObchZ platí, že představenstvo není oprávněno navržený pořad jednání měnit, neznamená to, že by představenstvo nemohlo z navrženého programu vyjmout ty body, které nespádají do působnosti valné hromady.

Pokud představenstvo nevyhoví žádosti akcionářů, **tuzemská právní úprava neposkytuje akcionářům právo přímého svolání valné hromady**, neboť tím by byla dána akcionářům snadná zbraň, kterou by mohli šikanovat společnost. Obchodní zákoník místo toho dává akcionářům **právo vynutit si svolání valné hromady prostřednictvím soudu**, který zmocní akcionáře ke svolání valné hromady.<sup>522</sup> Základním testem proti zneužití práva ze strany akcionářů požadovat svolání valnou hromadu je tedy jeho přezkum soudem, který přezkoumá splnění základní podmínky, kterou je vlastnictví minimálního počtu akcií dle § 181 odst. 1 ObchZ. Soud uděluje pouze zmocnění akcionáři ke svolání valné hromady, nesvolává valnou hromadu, jak tomu bylo v předchozí úpravě před 1.7.1996.<sup>523</sup> Dle judikatury<sup>524</sup> je však třeba dát přednost i opožděnému (tj. po uplynutí 40-denní lhůty) svolání valné hromady představenstvem ale s požadovaným programem akcionářů. V takovém případě podané žalobě na zmocnění akcionářů k jejímu svolání nebude vyhověno. Soud dále zkoumá, zda navrhované záležitosti nebyly již projednány valnou hromadou. Pokud tomu tak bylo, může udělit zmocnění pouze v případě, že usnesení valné hromady týkající se navrhovaných záležitostí byla shledána neplatnými v řízení podle § 183 ObchZ ve spojení s § 131 ObchZ nebo v řízení před rejstříkovým soudem.<sup>525</sup> Vyhoví-li soud akcionářům a zmocní je ke svolání valné hromady, náklady soudního řízení a konání valné hromady nese společnost.<sup>526</sup>

Právní úprava práva akcionářů na svolání valné hromady vychází německého řešení (§ 122 AktG), které poskytuje toto právo akcionářům s 5 % podílem na základním kapitálu. Německá úprava však poskytuje akcionářům větší flexibilitu, neboť umožňuje, aby si ve svých stanovách upravili jak minimální práh pro uplatnění tohoto práva, tak i formu svolání

<sup>520</sup> I když obchodní zákoník nepřiznává obdobné právo vůči dozorčí radě, J.Štenglová (in Štenglová/Přiva/Tomsa a kolektiv: Obchodní zákoník komentář, 12. vydání, 2009, Beck, s. 564) i J.Dědič (in Dědič, J.: a kol.: Obchodní zákoník. Komentář. III. díl. 1. vydání. Praha. Polygon. 2002, s.1813) připouští analogickou aplikaci tohoto ustanovení i ve vztahu k dozorčí radě, neboť dozorčí rada může svolávat valnou hromadu, pokud to vyžadují zájmy společnosti dle § 199 odst. 1 ObchZ, tj. např. když je představenstvo nečinné.

<sup>521</sup> Rozhodnutí Nejvyššího soudu ČR ze dne 22.2.2005, sp.zn. 29 Odo 407/2004 a rozhodnutí Nejvyššího soudu ČR ze dne 14.12.2005, sp.zn. 29 Odo 149/2005.

<sup>522</sup> Viz § 181 odst. 3 ObchZ.

<sup>523</sup> Tj. před přijetím novelizace zákonem č. 142/1996 Sb.

<sup>524</sup> Rozhodnutí Nejvyššího soudu ČR sp.zn. 32 Cdo 2717/99 ze dne 11.4.2000, uveřejněný v časopise Soudní judikatura 4/2001.

<sup>525</sup> Viz Rozhodnutí Nejvyššího soudu ČR sp.zn. 29 Odo 1205/2006 ze dne 30.1.2008.

<sup>526</sup> Viz § 181 odst. 5 ObchZ.

valné hromady. Minimální práh je možné ve stanovách pouze snižovat a to až do extrémního případu, že se toto právo bude poskytnuto každému akcionáři.

Tuzemská právní úprava obdobně jako úprava německá pro stanovení minimálního vlastnického prahu pro svolání hromady nevyžaduje, aby s akcemi bylo spojeno hlasovací právo. To lze považovat ze jeden z projevů toho, že valná hromada neplní pouze funkci rozhodovacího orgánu, kde je nutné mít akcie s hlasovacím právem, ale rovněž že plní jiné funkce - zejména funkci informační.

### 5.4.3. Právo zařadit určitý bod do programu valné hromady

Představenstvo jako svolavatel valné hromady určuje program valné hromady. Tím do značné míry může omezit diskusi na valné hromadě pouze na otázky, které umístí na její program. Proto obchodní zákoník (§ 182 odst. 1 písm. a)) umožňuje akcionářům požádat o doplnění programu valné hromady o záležitost, kterou mají zájem na valné hromadě projednat. Toto právo je přiznáno těm akcionářům, kteří splní stejné kvalifikační kritérium, jako pro svolání valné hromady (tj. 5%, resp. 3% akciový podíl). Tímto legislativním zjednodušením se naše úprava liší od německého vzoru, který kromě relativního 5 % podílu na základním kapitálu alternativně toto právo poskytuje akcionářům s podílem 500.000 EUR.<sup>527</sup> Toto absolutní kritérium tak v případě velkých kótovaných společností může usnadnit akcionářům uplatnění tohoto práva. V zemích *common law* vzhledem k roztroušenosti akcionářů je minimální akciový podíl ještě nižší - v USA postačuje 1% relativní podíl nebo absolutní podíl 2.000 dolarů tržní ceny akcií.<sup>528</sup> Tyto právní úpravy vyvažují nízký vlastnický podíl požadavkem akcie vlastnit po určitou minimální dobu - v USA 1 rok před podáním návrhu.<sup>529</sup> Tím se právní úpravy brání zneužití tohoto práva ze strany akcionářů.

Otázka minimální délky vlastnictví akcií pro uplatnění tohoto práva není v českém obchodním zákoníku řešena. Přestože tato podmínka není výslovně upravena ani v Německu, je dovozována minimální doba 3 měsíce, a to s poukazem na ustanovení § 147 odst. 1 AktG, kterým stanovena domněnka dobré víry akciové minority po minimální dobu 3 měsíců před konáním valné hromady, po kterou musí akcie vlastnit.<sup>530</sup>

<sup>527</sup> Viz § 122 odst. 2 AktG.

<sup>528</sup> V USA je to nařízení Rule 14a-8 (b) (1), přičemž pro volbu členů správní rady je vyžadováno v USA 10% (§ 223 (c) DGCL).

<sup>529</sup> V USA je to nařízení Rule 14a-8 (b) (1).

<sup>530</sup> Viz Kubis in *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, 2. Auflage, Verlag C.H.Beck, 2004, § 122 No. 29.

**Akcionář je při uplatňování tohoto práva limitován v čase.** Představenstvo má povinnost uveřejnit doplnění pořadu jednání valné hromady do 10 dnů před konáním valné hromady. Pokud tuto lhůtu již není možné splnit, pak jedinou možností akcionáře je přednést tento návrh na valné hromadě, kde však o doplnění programu lze rozhodnout pouze za účasti a se souhlasem všech akcionářů (§ 185 odst. 4 ObchZ). Obchodní zákoník nijak nelimituje akcionáře, jako je tomu v jiných zahraničních úpravách, v tom, kdy je nejdříve oprávněn uplatnit toto své právo u společnosti, příp. ani kdy nejpozději musí informovat představenstvo o svém návrhu.<sup>531</sup> Nicméně **akcionáři nemají možnost oponovat vůči pořadu jednání valné hromady, který navrhlo představenstvo. Právem akcionáře je pouze zařadit požadovanou záležitost do již navrženého programu jednání valné hromady.** Z hlediska časové limitace lze tuto úpravu považovat za velmi výhodnou pro akcionáře, neboť mu stanoví jediné omezení, kdy nejpozději musí předložit svůj návrh. Naopak značné časové překážky, se kterými se můžeme setkat v americké právní úpravě,<sup>532</sup> dávají členům vedení společnosti značnou kontrolu nad předmětem jednání valné hromady. Zahraniční právní úpravy omezují akcionáře i v rozsahu návrhu. Ten podle americké úpravy nemůže být delší než 500 slov<sup>533</sup> a podle britské nemůže přesáhnout 1000 slov.<sup>534</sup>

**Tuzemská právní úprava neřeší postup a důsledky porušení povinnosti představenstva zařadit požadovanou záležitost na program valné hromady.** Odepře-li představenstvo akcionářům toto právo (důvody viz následující kapitola), mají možnost dostat na program požadované body pouze cestou svolání mimořádné valné hromady, kde jim právní úprava umožňuje navrhnout program jednání. Pokud již představenstvo valnou hromadu svolalo, akcionář nemá žádný právní nástroj, jak si vynutit doplnění programu. Německá úprava zajišťuje nesplnění této povinnosti ze strany představenstva stejným způsobem jako v případě povinnosti svolat valnou hromadu. O doplnění pořadu jednání je na žádost akcionáře oprávněn rozhodnout soud.<sup>535</sup> **Jedinou sankcí, kterou český akcionář může v důsledku nesplnění jeho žádosti o doplnění programu uplatnit, je požadovat po představenstvu jménem společnosti náhradu škody podle § 182 odst. 2 ObchZ.** Je však otázkou, co bude v takovém případě považováno za škodu a jak taková škoda bude vyčíslena.

<sup>531</sup> Podle britské úpravy akcionáři mohou využít svého práva předložit návrh na valnou hromadu nejpozději 6 týdnů (42 dnů) před konání valné hromady. Přitom kótované společnosti mají povinnost podle článku D.2.4 Combined Code svolat valnou hromadu minimálně 20 dní před jejím konáním. Akcionáři nemohou podávat návrhy na mimořádnou valnou hromadu. Mohou však využít tzv. *shareholder statement* a to až do devátého dne před konání valné hromady.

<sup>532</sup> Americká úprava předepisuje akcionářům povinnost předložit návrhy poměrně dlouhou dobu před konání valné hromady – 5 měsíců (Rule 14a-8(e) sub. 2 of Regulation 14a). Dopadem této úpravy je, že akcionáři v praxi nemohou uplatnit toto právo jako reakci na určité záležitosti ve společnosti. Tato dlouhá doba samozřejmě svědčí ve prospěch managementu společnosti, který má dostatek času se bránit návrhům akcionářů, s nimiž nesouhlasí, zejména tím že přesvědčí ostatní akcionáře.

<sup>533</sup> Rule 14a-8 (d).

<sup>534</sup> Čl. 314 (1) CA 2006.

<sup>535</sup> Viz § 122 odst. 3 AktG.

Navíc tuto žalobu o náhradu škody lze podat pouze jménem společnosti, tudíž i při případném vítězství akcionáře, mu tato žaloba nic nepřinese. *De lege ferenda* lze doporučit, aby úprava tohoto procesního práva byla doplněna o právo akcionáře obrátit se na soud, který by žádost akcionáře posoudil.

#### 5.4.4. Důvody pro odmítnutí procedurálních práv

Obchodní zákoník nestanoví žádná pevná kritéria, na základě nichž by bylo možné určit, v jakých případech lze žádosti akcionářů o svolání valné hromady či doplnění programu valné hromady odmítnout. Z toho plyne riziko, že představenstvo bude tihnout k tomu návrhy akcionářů odmítat. Jelikož zákon nestanoví formu, kterou může akcionář tato svá práva uplatnit, bude platit, že každý návrh akcionáře by měl být posouzen z hlediska obsahového. Posouzení tohoto obsahu bude záviset na uvážení představenstva, které by tak mělo činit s vědomím toho, že jde o zákonem předepsanou povinnost. Proto **každé odmítnutí splnění této povinnosti by mělo být opřeno o legitimní důvody.**

Představenstvo by v první řadě mělo zkoumat, zda požadovaná záležitost spadá do působnosti valné hromady. Bude-li požadovaná záležitost patřit do působnosti představenstva či dozorčí rady, příp. jiného orgánu společnosti (výbor pro audit), pak představenstvo může takovou žádost odmítnout. To platí především pro otázky spadající do sféry obchodního vedení, které má kompetenční význam ve vztahu k valné hromadě.

**Požadavek akcionáře ve vztahu k programu valné hromady by se měl týkat pouze těch záležitostí, o kterých může valná hromada rozhodnout.** I v tuzemsku bude platit závěr platný v Německu, že představenstvo nemá povinnost ke svolání mimořádné valné hromady, pokud akcionář vyžaduje její svolání pouze z důvodu zajištění informovanosti akcionářů, příp. poskytnutí vysvětlení.<sup>536</sup> Tyto informace získávají akcionáři na řádné valné hromadě konané jednou za rok, kde dostanou výroční zprávu a mohou klást související otázky v rámci svého práva na informace.<sup>537</sup> To samozřejmě neplatí, pokud by se akcionáři dožadovali svolání valné hromady, jejímž předmětem bude projednání účetní závěrky, když tak neučinilo představenstvo. Dále pokud by se akcionáři dovolávali valné hromady podle § 193 odst. 1 ObchZ z důvodu ztráty společnosti nebo jejího úpadku.

Za zcela zřejmý **důvod pro odmítnutí požadavku akcionáře lze považovat jeho protizákonnost či rozpor se stanovami.** To se bude týkat jak požadavku, kterým by se

<sup>536</sup> Viz Kubis in *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, 2. Auflage, Verlag C.H.Beck, 2004, § 122 Rn. 16.

<sup>537</sup> Tamtéž.

akcionář č  
ustanovení  
to přitom v  
Akcion  
akcionářů  
zásad, kte  
loajality v  
zatěžovat  
veřejnosti.  
hromady,  
Pokud to  
hospodářs  
nejeví se j  
ničím ne  
strany ak  
Důvod  
nepřinesl  
využila n  
práva nás  
(i) je ún  
předst  
(ii) jde o  
aspek  
(iii) pož  
svolán  
(iv) pož  
menš  
(v) pož  
z doz  
provo  
(vi) pož  
mimo

<sup>538</sup> Viz Kubis



akcionář domáhal zařazení záležitosti na program valné hromady v rozporu s procesními ustanoveními, tak i návrh každého usnesení, které by měla valná hromada přijmout, a bylo by to přitom v rozporu se zákonem a stanovami společnosti.

Akcionářský návrh bude možné odmítnout rovněž **z důvodu zneužití práva ze strany akcionářů**. Jak jsme uvedli výše, výkon práv akcionáře lze posuzovat z hlediska dodržování zásad, kterými jsou limitována účastnická práva akcionáře (zákaz zneužití práva, princip loajality vůči společnosti atd.). Je nepochybné, že svolání valné hromady bude společnost zatěžovat jak z hlediska nákladů tak i z hlediska vzbuzování pozornosti u investorské veřejnosti. Přestože zákon nepředepisuje akcionářům, aby uváděli důvody pro svolání valné hromady, **lze považovat za legitimní požadavek, aby akcionář svůj návrh odůvodnil**. Pokud totiž společnost každý rok svolává řádnou valnou hromadu a vykazuje obvyklý hospodářský výkon, a ani se neobjeví jiné důvody pro svolání mimořádné valné hromady, nejví se jako účelné častější konání valné hromady na žádost akcionáře. To vede k závěru, že **ničím neodůvodněné svolání valné hromady má povahu šikanózního výkonu práva ze strany akcionáře**. Výkon takového práva lze odepřít.

Důvody, pro jaké lze odepřít výkon tohoto práva, zákon neuvádí, a ani judikatura doposud nepřinesla žádné konkrétní případy. Nic však zřejmě nebude bránit tomu, **aby česká praxe využila modelových situací, které uznává německá právní věda**. Ta považuje za zneužití práva následující situace:<sup>538</sup>

- (i) je únosné bez dalšího vyčkat do následující valné hromady (ten odpadne, pokud představenstvo valnou hromadu nakonec nesvolá),
- (ii) jde o požadavek na projednání stejného předmětu věci, který není odůvodněn novými aspekty,
- (iii) požadavek na projednání na valné hromadě postrádá zřejmý rozumný základ (např. svolání valné hromady s cílem snížit základní kapitál, který byl právě zvýšen),
- (iv) požadavek je očividně sám o sobě namířen ke škodě společnosti (zejména pokud menšinový akcionář takový poškozující úmysl přímo vyjádří),
- (v) požadavek je formulován v urážející nebo jinak závadné formě (např. odvolání idiotů z dozorčí rady, změna zločinného účelu společnosti), na druhou stranu lze akceptovat provokativní formu, která má vzbudit pozornost,
- (vi) požadavek na svolání valné hromady svým rozsahem požaduje projednání záležitostí mimo působnost valné hromady.

<sup>538</sup> Viz Kubis in *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, 2. Auflage, Verlag C.H.Beck, 2004, § 122 Rn. 19-25.

O zneužití práva však nejde v těch případech, kdy sice lze předem určit, že minoritní požadavek nezíská většinu na valné hromadě, nicméně i minoritním akcionářům by měla být dána příležitost přesvědčit majoritního akcionáře o přijetí určitých opatření.<sup>539</sup>

S ohledem na blízkou příbuznost českého a německého akciového práva lze dle mého názoru výše modelové situace plně využít pro českou praxi jako oprávněné důvody pro odmítnutí akcionářských návrhů na svolání valné hromady a na zařazení určité záležitosti do programu valné hromady.

#### 5.4.5. Právo uplatňovat návrhy a protinávry

Součástí práva akcionáře účastnit se na řízení společnosti je podle § 180 odst. 1 ObchZ právo podávat samostatné návrhy a uplatňovat protinávry k návrhům představenstva. Tyto návrhy může akcionář zásadně podávat na valné hromadě. **Právo uplatňovat návrhy a protinávry se odlišuje od předešlých procesních práv tím, že jde o individuální právo akcionáře, které se neváže na výši jeho akciového podílu.** Přestože každý akcionář má možnost tohoto práva využít, jeho možnosti jsou v průběhu valné hromady značně omezené. Právu akcionáře podávat návrhy na valné hromadě koresponduje totiž povinnost společnosti zajistit, aby návrh akcionáře mohl být na valné hromadě projednán.<sup>540</sup> To je však omezeno pravidlem uvedeným v § 185 odst. 4 ObchZ, které podmiňuje projednání takové záležitosti buď přítomností všech akcionářů a jejich souhlasem, a anebo nutností, aby taková záležitost byla zařazena do programu valné hromady. Pokud se valné hromady neúčastní všichni akcionáři společnosti, což bývá u kótovaných společností pravidlem, **v praxi to pro akcionáře znamená, že na valné hromadě nemohou podat jakýkoli návrh, nýbrž pouze návrhy k záležitostem zařazeným do programu jednání valné hromady.** Akcionáři mají tedy pouze možnost dávat protinávry k navrhovaným usnesení valné hromady.<sup>541</sup> Takové omezení práva akcionáře je nežádoucí a značně oslabuje jeho pozici.

##### 5.4.5.1. Právo uplatňovat návrhy

Současné znění obchodního zákoníku neobsahuje podrobnější úpravu akcionářského práva uplatňovat návrhy. Detailnější úpravu tohoto práva mohou společnosti zakotvit ve svých stanovách. V souladu s komunitárním požadavkem dle čl. 6 odst. 1 písm. b) Směrnice o akcionářských právech dojde připravovanou Novelou ObchZ k výslovnému zakotvení práva

<sup>539</sup> Kubis in *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, 2. Auflage, Verlag C.H.Beck, 2004, § 122 Rn. 26.

<sup>540</sup> *Dědič, J.*: Práva a povinnosti akcionáře. *Obchodní právo* 1/1996 s. 9.

<sup>541</sup> *Tamtéž.*

podat akcionářský návrh k bodům programu valné hromady.<sup>542</sup> Tím bude postaven na jisto právní režim takového návrhu, který, pokud bude doručen společnosti 7 dní před uveřejněním pozvánky na valnou hromadu, bude muset být uveřejněn společně s takovou pozvánkou. Nezkrátí-li tuto lhůtu stanovy, nebo pokud akcionář nestihne předložit svůj návrh v této lhůtě, bude se na pozdě doručené návrhy vztahovat stávající režim dle § 180 odst. 5 ObchZ upravující akcionářské protinávry.

#### 5.4.5.2. Právo uplatňovat protinávry a jejich publicita

Akcionářské protinávry jsou svojí podstatou opozičními návrhy k návrhům představenstva uvedeným v pozvánce či oznámení o konání valné hromady. Stávající úprava akcionářských protinávřů zakotvená v ustanovení § 180 odst. 5 ObchZ reguluje pouze nakládání s nimi. Tato úprava je nezbytná z hlediska zajištění publicity těchto návrhů vůči ostatním akcionářům. To má význam zejména pro menšinové akcionáře, kteří se zpravidla osobně neúčastní valné hromady, ale udělují plnou moc třetím osobám, které za ně na valné hromadě hlasují. Aby mohl zmocněnec akcionáře hlasovat, měl by obdržet instrukce od akcionáře před konáním valné hromady. To v podstatě znamená, že tito akcionáři hlasují již před konáním valné hromady. Proto je nezbytné, aby akcionáři byli již před konáním valné hromady plně seznámeni se všemi návrhy a protinávry, o nichž bude na valné hromadě hlasováno. Mluvíme zde o tzv. **povinné publicitě akcionářských návrhů**.

Za účelem včasného informování ostatních akcionářů zákon pro podání akcionářského protinávřu (to neplatí pro návrhy na volbu konkrétních osob do orgánů společnosti) stanoví lhůtu pět pracovních dnů před valnou hromadou. Na to navazuje povinnost představenstva uveřejnit protinávř akcionáře se svým stanoviskem nejméně tři dny před datem konání valné hromady. Jestliže účelem této povinné publicity je poskytnout ostatním akcionářům včas informace, aby se mohli se znalostí věci rozhodnout, jak budou na valné hromadě hlasovat<sup>543</sup>, pak je toto tuzemské pravidlo konstruováno velmi nedostatečně zejména z toho důvodu, že předepsané lhůty jsou příliš krátké. Zároveň toto právo není jakkoliv limitováno z hlediska věcného, což může vést k jeho zneužívání ze strany akcionářů.

Podíváme-li se na německou úpravu tohoto akcionářského práva, která byla právě z důvodu zajištění vyšší publicity akcionářských protinávřů novelizována v roce 2003,<sup>544</sup>

<sup>542</sup> Viz nově navrhovaný § 180 odst. 7 ObchZ.

<sup>543</sup> Viz rozhodnutí Nejvyššího soudu ČR ze dne 17.4.2007 sp.zn. 29 Odo 1629/2005, kde se Nejvyšší soud vyjádřil k účelu tohoto právního instrumentu: "Účelem je zpřístupnit ostatním akcionářům protinávř a současně i stanovisko představenstva k tomu, jaké dopady by mělo přijetí protinávřu do poměrů společnosti a tím jim umožnit, aby se rozhodli se znalostí věci, zda budou akceptovat původní návrh či protinávř, popřípadě aby si opatřili další potřebné informace pro takové rozhodnutí."

<sup>544</sup> Ustanovení § 126 AktG bylo novelizováno od 1.1.2003 na základě zákona o transparentci a publicitě (*Gesetz zur weiteren Reform des Aktien- und Bilanzrechts, zu Transparent und Publizität* ze dne 19.7.2002).

plyne z ní povinnost zpřístupnit návrhy akcionářů za předpokladu, že jsou doručeny společnosti do 2 týdnů před konáním valné hromady. Mluví se zde o povinnosti zpřístupnit tento návrh ostatním akcionářům,<sup>545</sup> což je vykládáno tak, že společnost tuto povinnost splní, pokud návrh umístí na své internetové stránky.<sup>546</sup> Obdobně i úprava francouzská stanoví společnosti povinnost uveřejnit protinávry akcionářů minimálně 15 dní před konáním valné hromady.<sup>547</sup> Z hlediska věcného německá úprava omezuje rozsah protinávru na 5000 znaků a současně uvádí typový výčet protinávruh, které společnost nemá povinnost zpřístupnit.<sup>548</sup> Tato omezení brání zjevným případům šikanózního tohoto výkonu práva akcionáři. Věcné omezení protinávruh lze nalézt i v nové britské úpravě, která ukládá rozšiřovat protinávry nejpozději jeden týden před valnou hromadou, omezuje jejich rozsah na 1000 slov<sup>549</sup> a stanoví další omezení z hlediska návrhu akcionáře.

Srovnáme-li tedy tuzemskou úpravu s německou a dalšími kontinentálními úpravami, vidíme, že **tuzemská úprava díky krátké lhůtě nemůže naplnit účel publicity, tj. zprostředkování návrhů ostatním akcionářům.** Navíc vzhledem k chybějícím věcným omezením může vést k šikanóznímu uplatňování tohoto práva.

#### 5.4.6. Novodobé nástroje posilující roli akcionářů

Zavádění moderních prvků pro komunikaci mezi akcionáři a mechanismů pro jejich vzájemnou koordinaci se ukazuje jako účinné řešení pro uplatňování práv minoritních akcionářů. Česká právní úprava zatím tuto otázku opomíjí a neposkytuje akcionářům žádné zvláštní prostředky. Akcionářům pak nezbývá, než využívat prostředků mimo právo obchodního společností. Vznikají tak **akcionářská občanská sdružení** (viz např. SOS Orco<sup>550</sup> nebo OSMA – Ochrané sdružení malých akcionářů<sup>551</sup>), která sdružují akcionáře konkrétních společností, poskytují jim informace a napomáhají uplatňování jejich práv (např. zastupování na valné hromadě na základě plné moci).

<sup>545</sup> Viz § 126 odst. 1 AktG, který výslovně uvádí: „Anträge von Aktionären... zugänglich zu machen...“

<sup>546</sup> Viz Kubis in *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, 2. Auflage, Verlag C.H.Beck, 2004, § 126 No. 21.

<sup>547</sup> Art. 225-105 C.com. Protinávry společnost musí uveřejnit ve Federálním Bulletinu, internetových stránkách společnosti a burzy.

<sup>548</sup> Podle § 126 odst. 2 AktG jde o protinávry, které by (i) mohly vyvolat trestněprávní odpovědnost představenstva, (ii) vedly by k přijetí protizákonného či stanovám odporujícího usnesení, (iii) pokud odůvodnění v podstatných bodech obsahuje zcela zjevně mylné či zavádějící údaje nebo urážlivé, (iv) pokud je protinávř věcně identický s jiným návrhem, (v) pokud tentýž protinávř akcionáře v podstatě stejným odůvodněním byl v posledních 5-ti letech nejméně dvakrát zpřístupněn a na valné hromadě pro něj hlasovalo méně jak 5 procent hlasů, (vi) akcionář dá najevo, že se valné hromady nechce účastnit ani nechce být zastupován nebo (vii) akcionář v posledních dvou letech na valné hromadě takto oznámený návrh nenavřhl ani nenechal navřhnout.

<sup>549</sup> S. 314 (1), (4) Companies Act 2006.

<sup>550</sup> Toto sdružení které hájí zájmy drobných akcionářů kótované společnosti Orco Property Group S.A., která se v důsledku realitní a finanční krize ocitla na pokraji bankrotu.

<sup>551</sup> Toto sdružení hájí zájmy akcionářů vůči Harvardskému průmyslovému holdingu, a.s. – v likvidaci.

Některé zahraniční úpravy zavedly v poslední době do svých právních řádů řadu institutů, které by měly napomoci překonat racionální apatii akcionářů a posílit jejich postavení. Mezi tyto prostředky patří především **zvláštní privilegia udělovaná zájmovým sdružením akcionářů**. Jak německé tak i francouzské akciové právo poskytuje určitá práva akcionářským sdružením, která vystupují jako samostatné právní subjekty hájící zájmy minoritních akcionářů vůči kótovaným společnostem.

Francouzský model<sup>552</sup> je založen na možnosti akcionářů, kteří jsou akcionáři společnosti po dobu delší než 2 roky a náleží jim hlasovací práva v určité minimální výši,<sup>553</sup> zformovat sdružení, které bude reprezentovat jejich zájmy. Sdružení se musí zaregistrovat u kótované společnosti a u regulátora. Toto sdružení je nadáno oprávněním svolat valnou hromadu a žádat správní radu o zařazení jejich návrhu usnesení na program valné hromady.<sup>554</sup> Výhodou sdružení je, že značně snižuje náklady akcionářů na monitorování společnosti, neboť takoví akcionáři nemusí společnosti prokazovat splnění minimálního vlastnického podílu na společnosti a koordinovat své kroky s ostatními akcionáři.

Trochu jiné řešení představuje německý model, který neposkytuje akcionářům tak rozsáhlá oprávnění ve vztahu k valné hromadě. Akcionářská sdružení mohou zastupovat akcionáře na valné hromadě společnosti a vykonávat hlasovací práva akcionáře (§ 135 AktG).<sup>555</sup> Pokud jsou aktivní a vykonávala hlasovací práva pro akcionáře, příp. o to požádala, musí být představenstvem informována do 12-ti dnů od svolání valné hromady o pořadu jednání.<sup>556</sup> Akcionářská sdružení dále zastupují akcionáře ve sporech se společností, případně jménem svých členů žalují členy představenstva. V Německu jsou dvě akcionářská sdružení, která plní tradiční monitorující funkci za minoritní akcionáře. Jsou jimi *Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz* ([www.dsw-info.de](http://www.dsw-info.de)) a *Schutzvereinigung der Kapitalanleger* ([www.sdk.org](http://www.sdk.org)). Tato sdružení nejsou v Německu žádnými nováčky, první z nich působí od roku 1947 a druhé od roku 1959.

Dalším novodobým nástrojem usnadňujícím komunikaci, který byl zakotven v Německu, je ustanovení tzv. **akcionářského fóra** ve zvláštní sekci spolkového elektronického obchodního věstníku (*Bundesanzeiger*). Akcionáři a akcionářská sdružení mají možnost využívat toto fórum pro vzájemnou komunikaci. Prostřednictvím tohoto fóra mohou vyzvat

<sup>552</sup> Viz článek L 225-120 C.com.

<sup>553</sup> Minimální hranice hlasovacích práva je stanovena mezi 5 % - 1 % v závislosti na výši základního kapitálu společnosti (1 % odpovídá společnosti s minimálním základním kapitálem 15 milionů EUR).

<sup>554</sup> Viz články L225-103, L225-105, L225-230, L225-231, L225-232, L225-233 a L225-252 C.com.

<sup>555</sup> Došlo k tomu od 1.11.2005 na základě zákona Gesetz zur Unternehmensinterität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG).

<sup>556</sup> Stejné privilegium mají kreditní instituce – viz § 125 AktG.

ostatní akcionáře k podání společného návrhu (příp. ke zmocnění) či žádosti vůči společnosti, popříp. společně hlasovat o určité otázce.<sup>557</sup>

## 5.5. Hlasovací právo akcionáře

Akcionář uplatňuje svůj vliv na řízení společnosti prostřednictvím svého hlasovacího práva. Hlasovací právo je spojeno s akcií. Hlasovací právo nelze oddělit (tj. samostatně jej převést) od akcie či jiného cenného papíru, se kterým je spojeno (zatímní list, poukázka na akcie).<sup>558</sup> Akcionář však může fakticky umožnit výkon hlasovacího práva spojeného s akciemi v jeho vlastnictví (disponování s hlasovacími právy) jiné osobě. Má v zásadě dvě možnosti. Může udělit plnou moc třetí osobě bez toho, že by určil, jak má s akciemi, kterých se plná moc týká, hlasovat. Anebo akcionář hlasuje vlastními akciemi podle pokynů jiné osoby.<sup>559</sup> To výslovně předvídá ustanovení § 66a odst. 6 ObchZ.

Obchodní zákoník nepředepisuje počet hlasů spojených s jednotlivými akciemi, ale ponechává tuto otázku na úpravě ve stanovách (§ 180 odst. 2 ObchZ). To však není ponecháno na libovůli společnosti a stanoví pravidlo, že na stejnou peněžní jednotku vkladu připadá stejný počet hlasů. Konkrétně na akcie se stejnou jmenovitou hodnotou musí připadat stejný počet hlasů a v případě různé jmenovité hodnoty, musí být počet hlasů připadající na tyto akcie ve stejném poměru jako je poměr jmenovitých hodnot těchto akcií. Těmito pravidly se korporální právo snaží zamezit oddělení majetkových práv od hlasovacích práv, a tím vzniku kontrolních minoritních struktur, které umocňují problém zmocnění mezi ovládajícími a ostatními společníky.<sup>560</sup> Jedinou deformací, kterou obchodní zákoník ve vztahu k hlasovacímu právu připouští, je omezení nejvyššího počtu hlasů na jednoho akcionáře, které však musí být ve stejném rozsahu pro každého akcionáře.<sup>561</sup> Důvodem pro omezení hlasovacích práv (hlasovací stropy) je poskytnout akcionářům ve společnosti nástroj, kterým může do budoucna zabránit vstupu a vlivu většinového akcionáře. Jde o jeden z nástrojů, jak se bránit převzetí společnosti. V praxi však české kótované akciové společnosti deformace hlasovacích práv nevyžívají. To je dáno již existující většinovou akcionářskou strukturou.

Ve vztahu k akcionáři, který má povinnost učinit nabídku převzetí ostatním akcionářům podle § 35 nebo § 49 Zákona o nabídkách převzetí jako sankce platí, že při nesplnění této

<sup>557</sup> Viz § 127a AktG.

<sup>558</sup> Štenglová, I. in *Štenglová/Plíva/Tomsa a kolektiv*: Obchodní zákoník komentář, 12. vydání, 2009, Beck, s. 561.

<sup>559</sup> Tamtéž.

<sup>560</sup> Richter, T.: O logice a limitech korporálního práva: srovnávací pohled. *Právní rozhledy* 1/2009.

<sup>561</sup> Viz poslední věta § 180 odst. 2 ObchZ.

povinnosti je mu pozastaven výkon hlasovacího práva v akciové společnosti.<sup>562</sup> Pokud tuto svoji povinnost nesplní, může pozastavení jeho hlasovacích práva trvat až 3 roky. Pozastavení hlasovacích práva může zmírnit svým rozhodnutím ČNB.

Přes tyto výjimky můžeme konstatovat **česká právní úprava hlasovacích práv akcionářů odpovídá pravidlu *one share – one vote***, který prosazuje Evropská unie. Princip *one share - one vote* je v českém právu relativizován možností společnosti vydávat podle § 159 odst. 3 ObchZ až do jedné poloviny základního kapitálu prioritní akcie bez hlasovacích práv. Prioritní akcie poskytují jejich vlastníkově přednostní právo na finanční tok od společnosti (*cash flow rights*) ve formě dividendy nebo podílu na likvidačním zůstatku, příp. právo na vyšší dividendu či podíl na likvidačním zůstatku. Vydání prioritních akcií bez hlasovacího práva musí být výslovně upraveno ve stanovách společnosti. Pokud by taková výslovná úprava ve stanovách nebyla obsažena, pak i vlastníkům prioritních akcií bude náležet hlasovací právo.<sup>563</sup> Akcie bez hlasovacího práva neodnímá akcionáři právo účastnit se valné hromady.

### 5.5.1. Princip *one share – one vote*

Princip *one share one vote* je prosazován v celé Evropské unii s cílem dosáhnout reálné akcionářské demokracie.<sup>564</sup> Toto pravidlo ovšem není na poli kótovaných společností žádné novum, neboť je zakotven již od roku 1926 v Kótačních pravidlech NYSE.<sup>565</sup> **Smyslem tohoto principu je dosáhnout proporcionality mezi vlastnickým podílem, který bývá zahraniční literatuře označován jako právo na finanční tok (*cash flow rights*), a podílem na řízení společnosti (*control rights*).**<sup>566</sup> Proporcionalita by měla zamezit zvýhodnění některých skupin akcionářů na úkor druhých. Návrh principu *one share – one vote* byl již obsažen v návrhu páté směrnice,<sup>567</sup> která však nebyla přijata.

Na komunitární úrovni se tento princip dostává až v souvislosti s přijetím regulace nabídek převzetí. Ve Směrnici o nabídkách převzetí došlo k zakotvení požadavku transparentnosti corporate governance struktury v čl. 10 odst. 1 Směrnice o nabídkách převzetí a tzv. pravidla průlomu (*break-through rule*) v čl. 11 Směrnice o nabídkách převzetí.

<sup>562</sup> Viz § 53 odst. 1 Zákona o nabídkách převzetí.

<sup>563</sup> Štenglová, I in *Štenglová/Plíva/Tomsa a kolektiv: Obchodní zákoník komentář*, 12. vydání, 2009, Beck, s. 494.

<sup>564</sup> Viz Akční plán Komise s.14.

<sup>565</sup> § 303.01 Kótačních pravidel NYSE.

<sup>566</sup> Podle zprávy High Level Group of Company Law Experts 2002 proporcionalita mezi konečným ekonomickým rizikem a kontrolou společností znamená, že pouze a jen akciový kapitál, který poskytuje neomezené právo podílet se na zisku společnosti nebo na likvidačním zůstatku může nést práva spojená s řízením a to proporcčně k nesenému riziku. Držitelé těchto práv k reziduálnímu zisku a majetku společnosti jsou nejlépe vybaveni k tomu, aby mohli rozhodovat o záležitostech společnosti, neboť oni ponese konečné účinky těchto svých rozhodnutí.

<sup>567</sup> Konkrétně v čl. 33 tohoto návrhu, byly za neplatné prohlášeny akcie s více hlasovacími právy a omezení hlasovacích práv na akcii a dále stanoveno omezení pro vydávání prioritních akcií nejvýše do výše 50 % základního kapitálu.

Požadavek transparency byl implementován do českého ZPKT v souvislosti s přijetím Zákona o nabídkách převzetí, kterým se do § 118 odst. 5 pod písmeny a) až k) ZPKT dostal výčet dalších povinných údajů, které je emitent uvádět ve výroční zprávě. Kromě toho, že tyto údaje musí být uvedeny ve výroční zprávě, statutární orgán má zvláštní povinnost přednést akcionářům na valné hromadě vysvětlující zprávu k těmto strukturám (§ 118 odst. 8 ZPKT).

Jelikož některé mechanismy, které deformují hlasovací právo akcionáře, lze úspěšně využít jako obranný mechanismus proti nepřátelské nabídce převzetí, komunitární regulace brání využívání těchto mechanismů prostřednictvím pravidla průlomu (*break-through rule*). Je-li totiž v cílové společnosti, která je předmětem nabídky převzetí, narušena proporcionalita mezi hlasovacím právem akcionáře a jeho podílem na základním kapitálu, pravidlo průlomu umožňuje dočasně obnovit tento soulad pro účely konání valné hromady, která bude rozhodovat o obranných opatřeních. Pravidlo průlomu výslovně zakazuje omezení hlasovacích práv ve stanovách a jiných smluvních dokumentech mezi společností a akcionáři a akcie s vícečetnými hlasovacími právy. Stejně průlomové pravidlo platí i pro první valnou hromadu svolanou navrhovatelem za účelem změny stanov a členů orgánů společnosti za předpokladu, že se mu na základě nabídky podařilo nabýt podíl 75 % na základním kapitálu cílové společnosti. V tomto případě pravidlo průlomu navíc sistuje i jakákoli mimořádná práva akcionářů ohledně jmenování a odvolání členů orgánů cílové společnosti. Nutno ovšem dodat, že pravidlo průlomu dle čl. 11 Směrnice o nabídkách převzetí nejsou členské státy povinny aplikovat.<sup>568</sup> Zároveň však členské státy mají povinnost umožnit společností, aby se dobrovolně podřídily tomuto pravidlu (*opt-in*), pokud o tom valná hromada společnosti rozhodne, přitom musí mít možnost své rozhodnutí kdykoli odvolat (*opt-out*).<sup>569</sup>

Česká úprava pravidla průlomu šla cestou *opt in*, to znamená, že dává společností možnost dobrovolně pravidlo průlomu aplikovat.<sup>570</sup> O tom, aby společnost na sebe toto pravidlo vztáhla, musí rozhodnout její valná hromada kvalifikovanou (dvoutřetinovou) většinou, přičemž takové rozhodnutí se zapisuje do obchodního rejstříku.<sup>571</sup> Aby byly zajištěny rovné podmínky při nabídce převzetí, může valná hromada cílové společnosti zároveň rozhodnout, že pravidlo průlomu se neuplatní, pokud společnost-navrhovatel na sebe pravidlo průlomu neaplikuje.<sup>572</sup>

<sup>568</sup> Viz čl. 12 Směrnice o nabídkách převzetí.

<sup>569</sup> To povede ke vzniku dvou kategorií cílových společností – společnosti otevřené nabídkám převzetí a společnosti a priori uzavřené, jejichž nepřátelské převzetí může být ztíženo, resp. znemožněno. To z toho důvodu, že čl. 12 odst. 3 Směrnice o nabídkách převzetí umožňuje, aby i ty členské státy, které nepřistoupily ke zproštění společností od těchto povinností, využily tohoto opatření pro ty případy, kdy se společnosti na jejich území stanou otevřené vůči převzetí ze strany navrhovatele, který těmto povinnostem nepodléhá. in *Dědič, J., Čech, P.: Evropské právo společností, včetně úplného znění předpisů komunitárního práva, 2004 Bova Polygon, s. 491.*

<sup>570</sup> Viz § 32 Zákona o nabídkách převzetí.

<sup>571</sup> Viz § 32 odst. 1 Zákona o nabídkách převzetí.

<sup>572</sup> Viz § 34 Zákona o nabídkách převzetí.



Použití těchto mechanismů deformující princip *one share – one vote* v jednotlivých zemích EU bylo detailně zmapováno v mezinárodní srovnávací studii<sup>573</sup> zabývající se proporcionalitou. Tato studie identifikovala 13 různých mechanismů, které rozšiřují vliv akcionáře na řízení, a ty ještě rozdělila do tří podskupin:

(i) mechanismy umožňující blokovým akcionářům rozšířit jejich kontrolu znásobením jejich hlasovacích práv:

- a) *akcie s více hlasy (multiple voting rights shares)* - akcie se stejnou nominální hodnotou a různým počtem hlasovacích práv;<sup>574</sup>
- b) *neprioritní akcie bez hlasovacích práv (non-voting shares)* – akcie bez hlasovacích práv a bez zvláštních práv na finanční tok např. dividendu, které by kompenzovaly chybějící hlasovací práva;<sup>575</sup>
- c) *prioritní akcie bez hlasovacích práv (non-voting preference shares)* – akcie bez hlasovacích práv se zvláštním právem na finanční tok – dividendu;<sup>576</sup>
- d) *pyramidové struktury* – jde o situace, kdy subjekt ovládá společnost prostřednictvím jiného subjektu, přičemž tento vzorec může být replikován několikrát do řetězce několika společností, přičemž čím více společností je zapojeno do tohoto řetězce, tím více dochází k odchylce od principu proporcionality;<sup>577</sup>

(ii) mechanismy používané k uzamknutí kontroly:

- e) *prioritní akcie (priority shares)* – akcie, které poskytují jejich držitelům zvláštní právo rozhodovat nebo vetovat rozhodnutí ve společnosti bez ohledu na proporcionalitu k nominální hodnotě akcie. Tato zvláštní práva se mohou vyskytovat v různých formách od oprávnění navrhnout kandidáty do orgánu společnosti až po právo přímo jmenovat členy orgánu nebo vetovat jakékoli rozhodnutí valné hromady;<sup>578</sup>

<sup>573</sup> Bližší viz studie zpracovaná pro Evropskou komisi - Proporcionalita between ownership and control in EU listed companies: External study commissioned by the European Commission, 18 May 2007, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/shareholders/indexb\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/shareholders/indexb_en.htm).

<sup>574</sup> Akcie s více hlasovacími právy jsou nejčastěji používány ve Švédsku a Nizozemí, lze se s nimi setkat ve většině zemí EU. Akcie s dvojitými hlasovacími právy jsou příznačné pro Francii, kde více než polovina společností nabízí akcie s dvojitými hlasovacími právy pro dlouhodobé akcionáře. Podle francouzského práva mohou společnosti poskytnout akcionářům dvojitá hlasovací práva, pokud zůstávají akcionáři ve společnosti po určitou minimální dobu – nejméně dva roky. Nejde však o zvláštní druh akcií, nýbrž pouze jde o určité ocenění dlouhodobých akcionářů oproti akcionářům-spekulantům. Tyto akcie proto bývají označovány jako „věrnostní akcie“.

<sup>575</sup> Využívají je společnosti ve Švýcarsku, Velké Británii a Francii. Jejich využití bývá omezeno, neboť právní řády stanoví maximální množství mezi 25 – 50% základního kapitálu.

<sup>576</sup> Jsou využívány ve většině zemí EU, zejména v Itálii, Irsku, Německu a Velké Británii. Rovněž bývají omezeny (i) množstevně vůči základnímu kapitálu (25% ve Francii, 1/3 v Belgii a Estonsku, 40 % v Řecku, 50% v Německu, Španělsku, Maďarsku, Itálii a Lucembursku), (ii) kvalitativně, kdy prostřednictvím těchto akcií lze hlasovat o významných otázkách společnosti o změně účelu nebo právní formy, nebo (iii) pokud jsou splněny určité podmínky, kdy dojde k nevyplacení dividendy, hlasovací práva jsou obnovena.

<sup>577</sup> S výjimkou Dánska, Irska, Finska a Velké Británie jsou velmi rozšířené v celé EU a velmi často využívány.

<sup>578</sup> Tento druh akcií je nejčastěji využíván v Nizozemí, lze se s nimi setkat ve Velké Británii nebo Francii. Vzhledem k tomu, že svým držitelům poskytují zvláštní oprávnění, jejich vydávání podléhá řadě omezení. Vydání prioritních bývá omezeno na 25% (Francie) až 50% (Itálie) základního kapitálu.

- f) *depozitní certifikáty (depository certificates)* – jsou finančními instrumenty, které zastupují podkladové akcie společnosti, které jsou uloženy u depozitáře, který vykonává s nimi spojená hlasovací práva. Vlastníkovi depozitních certifikátů nenáleží hlasovací právo ale pouze práva na finanční tok plynoucí z podkladových akcií. Jejich účelem je zamezit minoritním akcionářům, aby svojí nepřítomností na valné hromadě blokovali důležitá rozhodnutí.<sup>579</sup>
  - g) *hlasovací stropy (voting right ceilings)* – jde o omezení, kterým je stanoven maximální počet hlasů, který akcionář může vykonávat bez ohledu na počet akcií, které vlastní,<sup>580</sup>
  - h) *omezení výše vlastnického podílu (ownership ceilings)* – stanovení maximálního počtu akcií na jednoho akcionáře bývá upraveno ve stanovách nebo akcionářskými dohodami;<sup>581</sup>
  - i) *kvalifikovaná hlasovací většina* – tím se rozumí požadavek stanov nebo zákona na vyšší většinu požadovanou při hlasování podstatných změnách ve společnosti;
- (iii) ostatní mechanismy:
- j) *zlaté akcie* – jsou prioritními akciemi vydanými pro stát nebo samosprávu, které poskytují zvláštní práva vlivu na řízení zejména v privatizovaných společnostech, která jsou nad rámec toho, co je spojeno s běžnými akciemi (např. umožňují veto rozhodnutí uvnitř společnosti, blokovat ovládnutí společnosti nebo omezovat hlasovací práva);<sup>582</sup>
  - k) *křížové vlastnictví* – případy, kdy společnosti navzájem vlastní své akciové podíly
  - l) *akcionářské dohody*

Z uvedené studie vyplynulo, že mezi nejčastější právními mechanismy, které jsou v Evropě využívány, patří pyramidové struktury (27 % společností), akcie s více hlasovacími právy (24

<sup>579</sup> Depozitní certifikáty jsou využívány zejména v Nizozemí.

<sup>580</sup> S výjimkou Belgie a Nizozemí jsou omezení hlasovacích práv velmi běžně využívána v celé Evropské unii. Toto omezení může vést až k pravidlu „one head – one vote“, se kterým se lze setkat mezi italskými bankami, které bez ohledu na počet vlastněných akcií dávají každému akcionáři pouze jeden hlas. Lze se setkat s různými omezeními, dle kterých (i) mohou být poskytnuta pouze akcionářům s určitým minimálním podílem na základním kapitálu (20% v Polsku), (ii) musí být použita stejně na všechny akcionáře nebo na akcionáře se stejným druhem akcií.

<sup>581</sup> Tato omezení lze nalézt především v Itálii, v Řecku a Velké Británii.

<sup>582</sup> Jedním z nejznámějších případů je německý zákon lex Volkswagen, který omezuje hlasovací právo akcionáře na 20% při více než 80% většině základního kapitálu pro přijetí určitých usnesení valné hromady, a poskytuje spolkové zemi Dolní Sasko a Spolkové Republice Německo právo jmenovat dva členy dozorčí rady. Toto omezení bylo Evropským soudním dvorem prohlášeno jako omezující svobodný pohyb kapitálu v Evropské unii (Rozsudek Evropského soudního dvora č. C-112/05 ze dne 23.10.2007), nebo porušuje čl. 56 ES). Zlaté akcie byly v tuzemské úpravě zakotveny zákonem č. 210/1993 Sb. V českém pojetí těmto akciím náleželo zvláštní právo vykonávat hlasovací právo, které mohl uplatnit pouze jejich majitelem byl Fond národního majetku nebo Pozemkový fond ČR. Zákonem 178/2005 Sb. s účinností k 1.1.2006 byl zrušen Fond národního majetku a tím zanikly i zvláštní práva spojená s výkonem hlasovacího práva spojeného s akciemi.

% společností), omezení hlasovacích práv (11 % společností) a akcionářské dohody (12 % společností).

Ekonomická teorie ukazuje, že **dopad deviací od principu *one share – one vote* závisí především na kontextu vlastnické struktury**. Pro společnosti s rozptýlenou vlastnickou strukturou deformace hlasovacích práv není nástrojem, který by napomáhal účinně alokovat kontrolu, i když nelze popřít, že omezení hlasovacích práv a prioritní akcie mohou být škodlivé.<sup>583</sup> V případě společností s většinovým vlastníkem působí princip *one share – one vote* podstatně účinněji než jiné mechanismy, neboť napomáhá převodům akciových balíčků, které zvyšují hodnotu založenou na ovládnutí, a naopak brání těm převodům, které snižují hodnotu kontrolního balíčku.<sup>584</sup> Naproti tomu odchylky od tohoto principu umožňují akcionáři udržovat kontrolu (ovládání), i když vlastní podstatně menší akciový podíl, neboť hlasovací síla koncentrovaná v jeho rukou jej ochraňuje před disciplinárními účinky nepřátelských nabídek převzetí, zatímco jeho malý akciový podíl nemůže být dostatečným důvodem pro sjednocení jeho zájmů se zájmy s minoritních akcionářů.<sup>585</sup> Tyto teoretické úvahy vedou k závěru, že pravidlo *one share – one vote* musí být motivováno viditelnými užitky plynoucími z oslabení ovládajících akcionářů, kteří nemají dostatečný akciový podíl, a podporou nabídek převzetí.<sup>586</sup>

### 5.5.2. Výkon hlasovacích práv v systému většinového vlastnictví

Pro české kótované společnosti je typická akcionářská struktura s jedním většinovým akcionářem, který má vždy konečné slovo. To znamená, že přijímání rozhodnutí na valné hromadě bývá jen formalitou, neboť o všem rozhoduje tento akcionář. Tato rozhodnutí samozřejmě nevznikají na valné hromadě, ale jsou předem konzultována mezi vedením společnosti a většinovým akcionářem, neboť ten má zpravidla v představenstvu své zástupce,<sup>587</sup> jejichž prostřednictvím svůj vliv na řízení společnosti vykonává. V praxi totiž

<sup>583</sup> Burkhardt, M., Lee, S.: The One Share – One Vote Debate: A Theoretical Perspective, ECGI Finance Working Paper No. 176/2007 s. 50.

<sup>584</sup> Tamtéž.

<sup>585</sup> Tamtéž.

<sup>586</sup> Ekonomická teorie současně poznamenává, že užitky plynoucí z principu *one share one vote* nemusí být realizovány z několika důvodů: (i) nabídky převzetí sice mohou umožnit výkonnějším vlastníkům a manažerům získat kontrolu, avšak i nabídky převzetí jako jiné mechanismy řízení a správy nejsou osvobozeny od problémů zmocnění – např. nabídky převzetí mohou být čiměny z popudů manažerského budování impéria, než z důvodu zvyšování akcionářské hodnoty,

(ii) tento princip může motivovat společnosti ke vstupu na burzu – může však také zvýšit náklady koncentrovaného vlastnictví, když je rozptýlené vlastnictví nestabilní z důvodu velkých soukromých požitků z ovládnutí,

(iii) tento princip oslabuje vliv minoritních akcionářů držící blokové podíly (*blockholders*) a může odradit od blokového vlastnictví – zatímco toto pravděpodobně zmírní konflikt mezi akcionáři, posílí to pozici manažerů a zvýší konflikt mezi manažery a akcionáři.

<sup>587</sup> To lze potvrdit pohledem na složení představenstev některých českých kótovaných společností, např. Telefónica O2, KB, Unipetrol, kde jsou v pozici předsedy představenstva a dalších členů jsou vždy lidé vyslaní většinovým vlastníkem.

veškeré návrhy, které bývají akcionářům na valné hromadě překládány, vycházejí z vůle majoritního akcionáře, která je na valné hromadě formálně legalizována.

**Každý většinový akcionář bude podle českého práva** splňovat definici ovládající osoby podle § 66a odst. 3 ObchZ a proto bude **podléhat pravidlům koncernového práva**, jehož účelem je chránit ovládanou společnost před expropriací ze strany většinového vlastníka a zároveň poskytovat ochranu i minoritním akcionářům. České kótované společnosti zpravidla nevyužívají institut smluvního koncernu a dostávají se automaticky pod právní režim faktického koncernu podle § 66a odst. 8 ObchZ. **Pravidla faktického koncernu zakazují ovládající osobě využít svého vlivu k prosazení opatření v ovládané osobě, z něhož by mohla ovládané osobě vzniknout újma.** Tento zákaz může být prolomen, když ovládající společnost vzniklou újmu uhradí do konce účetního období, příp. uzavře smlouvu o úhradě takové újmy. Tím je umožněno, aby byl v jednotlivých případech nadřazen zájem ovládající osoby nad zájem osoby ovládané, aniž by to pro statutární orgán ovládané společnosti mělo odpovědností důsledky.<sup>588</sup> Ovládající osoba může takto působit na ovládanou společnost prostřednictvím faktického vlivu, který uplatňuje vůči osobám v orgánech společnosti, nebo prostřednictvím závazných pokynů udělovaných na valné hromadě, které se netýkají sféry obchodního vedení. Právně vynutitelné pokyny však nelze udělovat mimo valnou hromadu.<sup>589</sup> Dle názoru Černé a Čecha přípustnými závaznými pokyny překračující rámec obchodního vedení, které lze přijmout na valné hromadě, budou takové pokyny k uzavření smluv, které svým významem a rozsahem předmětu plnění zasahují do oblasti investičního, koncepčního, resp. strategického rozhodování, což je sféra působnosti valné hromady.<sup>590</sup> Půjde tedy o smlouvy, k jejichž platnosti je vyžadován souhlas valné hromady (např. smlouva o prodeji podniku dle § 67a ObchZ) nebo v kótované společnosti smlouvy o převodu majetku podle § 193 odst. 2 ObchZ.

Jak jsme uvedli na začátku, **v praxi většinový vlastník nejčastěji uplatňuje svůj vliv skrze personální obsazení v představenstvu a dozorčí radě.** Vliv prostřednictvím závazných pokynů udělovaných na valné hromadě nebývá využíván, neboť i přestože by většinový akcionář mohl relativně snadno takové usnesení přijmout, dal by tím vždy podnět k rozsáhlé diskusi na valné hromadě, kde by musel alespoň částečně „odkrýt karty“ svého záměru a poskytnout podstatně více informací ostatním akcionářům, než když tak učiní prostřednictvím svého personálního vlivu. **Personální vliv majoritního akcionáře lze**

<sup>588</sup> Černá, S., Čech, P.: Ke způsobům prosazování rozhodujícího vlivu v ovládané akciové společnosti, jeho podmínkám a důsledkům, Obchodněprávní revue 1/2009, C.H.Beck, s.14.

<sup>589</sup> To lze činit pouze ve smluvním koncernu, a to i ohledně obchodního vedení – viz § 194 odst. 4 ve spojení s § 190b odst. 2 ObchZ.

<sup>590</sup> Černá, S., Čech, P.: Ke způsobům prosazování rozhodujícího vlivu v ovládané akciové společnosti, jeho podmínkám a důsledkům, Obchodněprávní revue 1/2009, C.H.Beck, s.13.

**považovat za nejúčinnější prostředek uplatňování vlivu.** Zástupci majoritního akcionáři v orgánech společnosti mají zájem na co nejdelším setrvání ve své funkci, proto hrozba jejich odvolání z nich bude činit efektivní monitory a vykonavatele vůle většinového vlastníka. Je přitom nerozhodné, zda členové představenstva jsou voleni valnou hromadou nebo dozorčí radou, neboť většinový akcionář bude mít své zástupce v obou orgánech. **Vliv ovládající společnosti na personální složení představenstva, resp. dozorčí rady je považován i judikaturou Nejvyššího soudu jako zásadně jediný dovolený způsob, jehož prostřednictvím mohou akcionáři (nepřímo) působit na výkon obchodního vedení, resp. kontroly v akciové společnosti.**<sup>591</sup>

Z této určité bezmocnosti minoritních akcionářů pramení absentismus nebo tzv. **racionální apatie**<sup>592</sup> převládající mezi akcionáři v evropských akciových společnostech s většinovým vlastníkem. Akcionáři nevidí důvod účastnit se valných hromad, když je již rozhodnuto předem. Podle některých autorů<sup>593</sup> tento argument neplatí v Německu, kde se valných hromad 30 největších společností<sup>594</sup> zúčastňuje přibližně 4000 akcionářů, přičemž průměrně dosahovaná účast činí 55 % hlasovacích práv.<sup>595</sup> Podíváme-li se na trend v ČR, lze dospět k závěru, že zde určité teze o racionální apatii platit bude, neboť v největších společnostech (např. Telefónica O2) se valné hromady pravidelně účastní přibližně 100 akcionářů s celkovým podílem přibližně 72 %.

Na druhou stranu je nutné si uvědomit, že účelem valné hromady není pouze výkon hlasovacích práv, ale také poskytnout akcionářům informace o finanční situaci společnosti, neboť na valné hromadě musí být schválena účetní závěrka a výroční zpráva společnosti. Tato její funkce není oslabena ani v případě účasti většinového vlastníka. Naopak v praxi má daleko větší význam, než je mu kladen v zákoně. **Povinnost poskytnout informace akcionářům a jejich právo na vysvětlení vede představenstvo přistupovat k valné hromadě se vši vážností a obezřetností.** Představenstvo společnosti totiž čelí riziku, že při jakémkoli formálním pochybení, bude toto namítáno akcionáři, kteří mají možnost podávat žaloby na neplatnost usnesení valné hromady. Právě tyto faktory akcentují význam procedurálních práv vztahující se k přípravě a průběhu valné hromady.

<sup>591</sup> Viz Usnesení Nejvyššího soudu ČR ze dne 29.června 2005, sp.zn. 29 Odo 442/2004.

<sup>592</sup> *Berle A.A., Means, G.*: The Modern Corporation and Private Property, New York, MacMillan., 1932, s.64-65 a 244 a násl. poprvé zmiňují argument racionální apatie, který je následně opakován mnoha autory, např. *Easterbrook, F.H., Fischer, D.*: The Economic Structure of Corporate Law, Harvard University Press, Cambridge MA, 1991.

<sup>593</sup> *Noack, U., Zetsche, D.*: Corporate Governance Reform in Germany: The Second Decade, Center for Business & Corporate Law, 2004, s. 1054 dostupné na [www.jura.uni-duesseldorf.de/cbc](http://www.jura.uni-duesseldorf.de/cbc).

<sup>594</sup> Jde o 30 kótovaných německých společností zahrnutých v německém akciovém indexu DAX-30.

<sup>595</sup> Viz přehled akcionářské účasti na valných hromadách společností zahrnutých v indexu DAX-30 v letech 1998-2008 publikovaný na [www.dsw-info.de](http://www.dsw-info.de).

### 5.5.3. Pravidla pro výkon hlasovacích práv

Hlasováním na valné hromadě projevují akcionáři svoji vůli. Projev vůle akcionáře, s nímž zákon spojuje právní účinky, musí být učiněn na valné hromadě. **Jinými způsoby, než hlasováním na valné hromadě, akcionář svoji vůli projevit nemůže**, resp. by to musel výslovně připouštět zákon.<sup>596</sup> Akcionáři tedy svým hlasováním projevují souběžně svoji individuální vůli, která, je-li učiněna za předepsaných podmínek, konstituuje vůli společnosti v předepsané formě, kterým je usnesení valné hromady.

Pro přijetí platného usnesení akcionáři na valné hromadě musí být splněna dvě pravidla. Pravidlo účasti minimálního počtu akcionářů (kvorum) na valné hromadě a pro vlastní hlasování určitý minimální počet hlasů odevzdaných akcionáři přítomnými na valné hromadě.

#### 5.5.3.1. Usnášeníschopnost (kvorum)

Současná právní úprava *de lege lata* předepisuje pro usnášeníschopnost valné hromady požadavek kvora, tj. minimální části základního kapitálu, která musí být zastoupena na valné hromadě, aby se valná hromada mohla platně usnášet.<sup>597</sup> Podle § 185 odst. 1 ObchZ je to více než 30 % základního kapitálu společnosti. Jelikož by tento požadavek mohl zablockovat konání valné hromady, navazující právní úprava v § 185 odst. 3 ObchZ řeší situaci, kdy se kvorum akcionářů nevyžaduje, tzv. institutem náhradní valné hromady. Ta se musí konat do 6-ti týdnů poté, co původně svolaná valná hromada nebyla usnášeníschopná, přičemž musí mít stejný program.

**Účelem požadavku kvora je zamezit přijímání rozhodnutí o nízké účasti akcionářů**, což se může stávat především ve společnostech s rozptýlenou akcionářskou strukturou. Na druhou stranu v těchto společnostech může být ohrožen rozhodovací proces, pokud právní řád požaduje vyšší (kvalifikovanou) hlasovací většinu. Tomu se lze vyhnout, pokud je hlasovací většina vypočítávána pouze z akcionářů přítomných na valné hromadě. Nicméně tím se problém přesouvá na úroveň požadovaného minimálního kvora. Pokud se valné hromady účastní akcionář s akciemi, s nimiž není spojeno hlasovací právo, příp. hlasovací právo nelze vykonat, nezapočítávají se tyto akcie do kvora. Kvorum je tedy doplňující podmínkou pro způsob výpočtu hlasovací většiny.

Pokud právní úprava hlasovací většiny váže přijetí určitých zásadních rozhodnutí na celkový počet hlasů ve společnosti, lze považovat požadavek určitého kvora za zbytečný. To je také důvod, proč **řada států nezakotvuje ve svých právních řádech požadavek**

<sup>596</sup> Viz např. § 22 odst. 2 Zákona o přeměnách, který umožňuje akcionářům nepřítomným na valné hromadě projevit svůj souhlas s rozdělením s nerovnoměrným výměnným poměrem akcií i mimo valnou hromadu.

<sup>597</sup> Černá, S.: Obchodní právo 3, ASPI 2006, s. 227.

**minimální účasti (kvora),**<sup>598</sup> příp. v jiných zemích EU jsou stanovena pouze velmi nízká kvora.<sup>599</sup> Naproti tomu středomořské státy však mají nastaveny vysoké limity pro účast akcionářů<sup>600</sup> a případnou nemožnost konání valné hromady řeší institutem náhradní valné hromady. Dispozitivní charakter úpravy v USA umožňuje společností upravit ve stanovách kvorum, které nesmí být nižší než 1/3 akcií.<sup>601</sup>

### 5.5.3.2. Hlasovací většina

Pokud jde o výši hlasovací většiny, základní pravidlo, ze kterého tuzemská úprava vychází, je prostá většina hlasů. Valná hromada rozhoduje většinou hlasů přítomných akcionářů (§ 186 odst. 1 ObchZ). Vedle pravidla prosté většiny, zákon stanoví ve vztahu k rozhodování o určitých otázkách, které jsou považovány z hlediska ochrany akcionářů za zásadní, požadavek kvalifikované většiny (dvoutřetinová nebo tříčtvrtinová). Aby byla zajištěna ochrana různých skupin akcionářů (např. pokud má společnost více druhů či forem akcií, nebo jde o vyřazení kótovaných akcií z obchodování, příp. omezení převoditelnosti), hlasuje kvalifikovanou většinou každá z dotčených skupin akcionářů.

Vedle tohoto základního požadavku pro rozhodování valné hromady, zákon nebo stanovy mohou požadovat vyšší počet hlasů, tj. supermajoritu. Zákon tento požadavek stanoví v případech, kdy je třeba ochránit minoritní akcionáře.

### 5.5.3.3. Hlasování o členech orgánů společnosti

Volba členů orgánů společnosti na valné hromadě je zřejmě nejdůležitějším rozhodnutím, které mohou akcionáři učinit, aby ovlivnili řízení společnosti. Většinový akcionář tímto způsobem dosazuje do vedení společnosti své lidi. Na to reagují právní úpravy, které často obsahují zvláštní pravidla pro volbu a odvolání členů orgánů společnosti. Česká úprava *de lege lata* neobsahuje žádná zvláštní pravidla. Volba i odvolávání členů orgánů probíhá podle obecných pravidel pro hlasování o návrzích předložených valné hromadě. Nelze však vyloučit, aby si společnost ve svých stanovách upravila určitá specifika pro takovéto hlasování.

**Za účelem posílení práv akcionářů by *de lege ferenda*<sup>602</sup> bylo vhodné uvažovat o systému kumulativního hlasování,** který je hojně používán v systémech s rozptýlenou

<sup>598</sup> Např. Slovensko, které požadavek kvóra zrušilo od 1.1.2002 a dále Německo, Rakousko, Dánsko, Finsko, Lucembursko, Švédsko, Švýcarsko.

<sup>599</sup> Např. Irsko, Portugalsko, Velká Británie.

<sup>600</sup> Např. Francie, Řecko, Itálie, Španělsko.

<sup>601</sup> Viz § 216 DGCL.

<sup>602</sup> S kumulativním hlasováním počítá návrh zákona o obchodních korporacích, dostupný na <http://obcanskyzakonik.justice.cz>.

vlastnickou strukturou<sup>603</sup> jako ochranný prvek minoritních akcionářů. Na základě kumulativního hlasování mohou totiž akcionáři hlasovat a volit s takovým počtem hlasů, který odpovídá počtu volných míst ve správní radě. Mohou tak veškeré hlasy věnovat jedinému kandidátovi anebo je rozdělit. Smyslem tohoto řešení je umožnit minoritním akcionářům, aby získali svého zástupce v představenstvu (správní radě). Naproti tomu při nekumulativním hlasování většinový vlastník obsadí všechny místa. Je zajímavé, že kritický minimální podíl pak závisí na počtu volených členů správní rady. Čím vyšší je počet členů, tím nižší podíl akcionáře je nutný a naopak nižší počet členů vyžaduje vyšší podíl na společnosti. Výhody kumulativního hlasování spočívají v tom, že (i) zastoupení ve správní radě poskytuje minoritnímu akcionáři přístup k informacím společnosti a substituuje tak informační povinnost, (ii) poskytuje vyšší záruku, že zástupce minoritního akcionáře bude skutečně nezávislým členem na managementu, (iii) v USA je chápáno jako potvrzení loajality vůči akcionáři a nikoli managementu.<sup>604</sup> Proti mluví polarizace správní rady a tím snížení efektivnosti rozhodování správní rady. Nicméně v praxi to nebývá problémem, neboť většinoví akcionáři mají zřídka zájem na narušování chodu správní rady.<sup>605</sup>

Je nepochybné, že **rozhodnutí o zvolení nebo odvolání členů orgánů společnosti se vzhledem k jeho významu liší od ostatních rozhodnutí, která akcionáři mohou činit.** Jak jsme zmínili v předchozích kapitolách, návrh každého usnesení, které má být přijato na valné hromadě podléhá povinné publicitě před konáním valné hromady, aby se s ním akcionáři mohli seznámit. Česká úprava vyjímá z této povinné publicity návrhy na volbu konkrétních osob do orgánů společnosti.<sup>606</sup> Jelikož text zákona mluví pouze o volbě, není úplně zřejmé, zda lze rovněž odvolat kohokoliv. Je pravidlem v kontinentální Evropě,<sup>607</sup> že odvolání členů orgánů na valné hromadě je možné, aniž by o takovém návrhu museli být informováni před konáním valné hromady všichni akcionáři. Toto pravidlo dovozuje i německá teorie pro odvolání členů dozorčí rady před uplynutím funkčního období,<sup>608</sup> kde to sice není výslovně připuštěno v zákoně, ale je to odvozováno z povinnosti akcionářů se každoročně na valné hromadě vyjádřit k obchodnímu vedení společnosti ze strany představenstva a jeho kontrole ze strany dozorčí rady tím, že přijmou usnesení o schválení jejich jednání podle § 120 AktG (tzv. *Entlastung*).<sup>609</sup> Akcionáři tím mají možnost obecně vyjádřit svoji důvěru v řízení

<sup>603</sup> Kumulativní hlasování v kótovaných společnostech je povinné v některých státech USA (Kalifornie) a je možné zakotvit i ve stanovách (Delaware, New York). V kontinentálních úpravách se výslovně neobjevuje, nicméně v některých právních úpravách není vyloučeno, aby si akcionáři kumulativní hlasování upravili ve stanovách (např. Belgie).

<sup>604</sup> Black, B., Kraakman, R.: A Self-Enforcing model of Corporate Law, 109 Harvard Law Review (1996) s. 33.

<sup>605</sup> Black, B., Kraakman, R.: A Self-Enforcing model of Corporate Law, 109 Harvard Law Review (1996) s. 34.

<sup>606</sup> Viz § 180 odst. 5, věta druhá ObchZ.

<sup>607</sup> Umožňují je francouzská úprava (Art. L 225-105), švýcarská úprava (Art. 705 (1) OR).

<sup>608</sup> K odvolání členů dozorčí rady před uplynutím funkčního období je nutná ¾ většina hlasů.

<sup>609</sup> Hüffer, U.: Aktiengesetz, 6. vydání, München, Beck, 2004, § 124, Rn.19.



společnosti. Nezpravují tím však členy vedení odpovědnosti za škodu. Nicméně pokud by důvěra v členy vedení vyjádřena nebyla, může to u velkých kótovaných společností vyvolat velkou mediální pozornost a tlak na odstoupení členů vedení.<sup>610</sup> **Ani v české praxi by tedy nemělo nic bránit tomu odvolat členy dozorčí rady nebo představenstva bez příslušného předchozího návrhu, i když na program valné hromady nebyla zařazena volba a odvolání členů tohoto orgánu.** To dovozují z uvedené výjimky pro povinnou publicitu v § 180 odst. 5 ObchZ, neboť volbou se zpravidla nahrazuje stávající členové orgánu.

#### 5.5.4. Pozastavení výkonu hlasovacích práv

Vedle situace, kdy s akcií není spojeno hlasovací právo vůbec (prioritní akcie) nebo akcionář nemůže vykonávat žádná akcionářská práva,<sup>611</sup> obchodní zákoník upravuje zvláštní situace, kdy akcionář nemůže vykonávat svá hlasovací práva. Výčet situací, na něž dodadá zákaz výkonu hlasovacího práva, je obsažen v ustanovení § 186c odst. 2 ObchZ. Akcionář nemůže vykonávat hlasovací právo v těchto případech:

- a) emisní kurs akcií nebyl dosud zcela splacen,
- b) rozhoduje-li valná hromada o nepeněžitých vkladech akcionáře,
- c) rozhoduje-li valná hromada o tom, zda akcionáři nebo osobě s ní, jedná ve shodě má být poskytnuta výhoda nebo jim má být prominuto splnění povinnosti anebo zda má být odvolán z funkce člena orgánu společnosti pro porušení povinností při výkonu funkce,
- d) v jiných případech stanovených zákonem. Těmito případy jsou nabývání vlastních akcií, příp. nabývání akcií ovládanou osobou,<sup>612</sup> porušení povinnosti učinit nabídku převzetí podle Zákona o nabídkách převzetí<sup>613</sup> nebo porušení oznamovací povinnosti o hlasovacích právech podle § 122 ZPKT.<sup>614</sup>

Z tohoto výčtu vyplývá, že **zákaz výkonu hlasovacích práv je dočasného charakteru a má buď sankční charakter za nesplnění určité povinnosti akcionáře nebo se aktivuje z důvodu střetu zájmů akcionáře.** Můžeme tedy mluvit o pozastavení výkonu hlasovacích práv po dobu trvání zákonem předvídané překážky. Pozastavení hlasovacích práv ve vztahu k posuzování nezbytného kvora pro usnášení schopnost valné hromady má stejný dopad jako u akcií, s nimiž hlasovací právo není spojeno. Akcionář, který se dostane do některé

<sup>610</sup> Kubis in *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, 2. Auflage, Verlag C.H.Beck, 2004, § 120 Rn. 2.

<sup>611</sup> Viz § 176 odst. 5, 209 odst. 2 a 213a odst. 2 ObchZ.

<sup>612</sup> Viz § 161d a 161f ObchZ.

<sup>613</sup> Viz § 53 odst. 1 a odst.3 Zákona o nabídkách převzetí: (1) Po dobu, kdy je osoba, které vznikla nabídková povinnost, v prodlení s jejím plněním, nesmí ona ani osoby s ní spolupracující vykonávat hlasovací práva v cílové společnosti. (3) Pozastavení hlasovacích práv zaniká dodatečným splněním nabídkové povinnosti nebo uplynutím 3 let od vzniku nabídkové povinnosti.

<sup>614</sup> Podle § 122 odst. 5 ZPKT nabytí či zvýšení účasti na emitentovi bez splnění oznamovací povinnosti nemá za následek neplatnost právního úkonu, ale hlasovací práva spojená s touto účastí nesmějí být vykonávána až do splnění oznamovací povinnosti.

z uvedených situací, **nebude moci své hlasovací právo akcionáře vykonat, nicméně to mu nebude bránit v účasti na valné hromadě.** To znamená, že ostatní účastnická práva akcionáře tím nejsou dotčena. I přesto, že se akcionář bude moci valné hromady účastnit, nebude možné k jeho akciím přihlížet při zjišťování způsobilosti valné hromady k usnášení a při hlasování o návrzích.<sup>615</sup>

**Pozastavení hlasovacích práv může být jedním z okamžiků, kdy může být z hlasování vyřazen většinový akcionář a rozhodování o určité záležitosti se dostane do rukou minoritních akcionářů.** Taková situace může nastat zejména, je-li nutné na valné hromadě rozhodnout o poskytnutí určité výhody akcionáři (např. je-li mezi společností a akcionářem uzavírána smlouva o prodeji či nájmu podniku, příp. schválení ručení za úvěr, které poskytne společnost akcionáři<sup>616</sup>). Akcionář však nebude vyřazen z hlasování pokud bude smlouva uzavřena za podmínek obvyklých v obchodním styku. Vyřazením akcionáře z hlasování je objektivizováno posouzení obsahu podmínek smlouvy a akcionář bude zbaven rizika neplatnosti smlouvy plynoucí z ustanovení § 178 odst. 13 ObchZ, které prohlašuje za neplatné ty smlouvy, jejichž účelem je zvýhodnění akcionáře na úkor společnosti nebo jiných akcionářů.<sup>617</sup>

## **5.6. Způsoby účasti a hlasování akcionáře na valné hromadě**

Způsob, jakým se akcionář může účastnit valné hromady a vykonávat na ní své hlasovací právo na valné hromadě, může velmi významně ovlivnit výkon účastnických práv akcionáře. To může být i důvodem, který může odradit nebo naopak přilákat investora k realizaci investice do společnosti. Tato oblast nebyla až do roku 2007 předmětem harmonizace v Evropské unii, proto i právní úpravy v jednotlivých členských státech upravovaly tuto oblast více či méně podrobněji.

Stávající tuzemská právní úprava způsobu účasti a hlasování je velmi strohá. Je vlastně řešena pouze v § 184 odst. 1 ObchZ, kde je uvedeno, že akcionář se zúčastňuje valné hromady osobně nebo v zastoupení na základě plné moci. Tato právní úprava zatím tedy nepřipouštěla jinou účast akcionáře na valné hromadě než fyzickou buď v osobě akcionáře

<sup>615</sup> *Dědič, J. a kol.: Obchodní zákoník. Komentář, 1. vydání, III. díl, Praha, Polygon 2002, s. 2288.*

<sup>616</sup> Viz rozhodnutí Krajského obchodního soudu v Ostravě čj. 28 Cm 188/99-10 ze dne 7.6.1999. V tomto rozhodnutí konstatoval, že rozhodnutí valné hromady o schválení ručení za úvěry, jež byly poskytnuty většinovému akcionáři byl porušen zákon ObchZ. Soud zaujal stanovisko, že ustanovení § 186c odst. 2 písm. c) vylučuje akcionáře z hlasování i v případech, kdy mu má být poskytnuto ručení za jeho závazky vůči třetím osobám, neboť je nepochybné, že akcionář byl zásadně zainteresován na výsledku hlasování o této otázce a z logiky věci jen nutné, aby byl v takovém případě z hlasování vyloučen, protože má nepochybně zájem na přijetí rozhodnutí ve svůj prospěch. Ekonomický a právní zájem jiných jednotlivých akcionářů může být v daném případě zcela odlišný od tohoto v daném případě menšinovým zájmu. Velmi úzká ekonomická a personální propojenost mezi akcionářem a společností měla za následek poskytnutí ručení akcionáři.

<sup>617</sup> Takovou smlouvou by nepochybně byla smlouva o bezplatném převodu majetku na akcionáře, jež uzavřeni by podle § 179 odst. 4 ObchZ muselo být dovoleno výslovně v zákoně.

nebo jeho zástupce. Bez výslovné zákonné úpravy distanční účast akcionářů na valné hromadě zakotvená např. stanovách dosud nebyla možná.

Požadavek na usnadnění výkonu akcionářských práv se objevil již v Transparenční směrnici<sup>618</sup>, nicméně **do způsobu účasti a hlasování akcionářů na valné hromadě přináší průlom až Směrnice o akcionářských právech** přijatá v roce 2007. Jejím hlavním cílem je odstranit případné překážky přeshraničního výkonu práva akcionářů podílet se na řízení kótovaných společnosti a nastavit minimální právní rámec (tzv. princip minimálního standardu), který bude stejný ve všech členských státech EU. To by mělo vést k usnadnění akcionářům-nerezidentům realizovat jejich práva na řízení společností v jiných členských státech. Na valných hromadách společností by se tím měla zvýšit účast akcionářů (zejména těch minoritních). **Směrnice dopadá pouze na akciové společnosti, jejichž akcie jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu.** Ve vztahu k těmto společnostem zakotvuje minimální právní rámec pro procedurální práva akcionářů před konáním valné hromady (viz předchozí kapitoly) a ukládá členským státům povinnost umožnit kótovaným společnostem distanční účast na valné hromadě a stanoví pravidla pro hlasování na základě plné moci.

### 5.6.1. Distanční účast akcionáře a výkon hlasovacích práv

Směrnice o akcionářských právech chce umožnit akcionářům distanční účast a hlasování ve dvou formách - **ve formě elektronické účasti akcionářů**<sup>619</sup> a vedle toho také **formou korespondenčního hlasování**.<sup>620</sup> To v zásadě přejímá i úprava *de lege ferenda* v připravované Novele ObchZ, která dopadne na všechny akciové společnosti. Ta však zřetelněji rozlišuje mezi elektronickou účastí a distančním a korespondenčním hlasováním. To Směrnice nečiní, když mezi formy účasti v čl. 8 odst. 1 zařazuje mechanismus pro odevzdávání hlasů. Jde však zřejmě o marginální nesrovnalost ve znění Směrnice, kterou bude možné dotvořit výkladem. Z celé Směrnice o akcionářských právech je totiž patrná zaměnitelnost mezi elektronickou účastí a hlasováním.

Distanční výkon hlasovacích práv a elektronické valné hromady začíná být pozvolna využíván v zahraničí. Mezi nejprogresivnější lze považovat Spojené státy americké, kde byla připuštěna elektronická komunikace a hlasování Americkou komicí již v roce 1995.<sup>621</sup> Německo umožnilo elektronickou komunikaci v roce 2001 zákonem o akciích na jméno

<sup>618</sup> Viz čl. 17 Transparenční směrnice obsahující určité normy týkající se výkonu práv akcionáře a v čl. 17 odst. 2 stanovuje zákaz bránit distančnímu výkonu práv akcionářů.

<sup>619</sup> Viz čl. 8 Směrnice o výkonu akcionářských práv.

<sup>620</sup> Viz čl. 12 Směrnice o výkonu akcionářských práv.

<sup>621</sup> USE OF ELECTRONIC MEDIA FOR DELIVERY PURPOSES, Sec. Act Release 33-7233, Exchange Act Release 34-36345

(NaStraG).<sup>622</sup> Následně v roce 2002 již téměř polovina společností zahrnutých v německém akciovém indexu DAX-30 nabízela možnost vykonávat hlasovací právo prostřednictvím internetu, např. společnosti Deutsche Telekom a Allianz přenášely valnou hromadu nikoli pouze audiovizuálně, nýbrž také zajišťovali on-line hlasování zástupců.

#### 5.6.1.1. Elektronická účast na valné hromadě

Směrnice o akcionářských právech v první řadě ukládá členským státům povinnost umožnit akcionářům výkon hlasovacích práv na valné hromadě elektronickými prostředky. Uvádí příkladný výčet tří forem účasti, které lze využít.<sup>623</sup> Novela ObchZ přejímá koncept elektronické účasti na valné hromadě v nově navrhovaném ustanovení § 184 odst. 2 ObchZ. Na základě tohoto ustanovení **tuzemské společnosti budou moci ve svých stanovách upravit možnost účasti akcionářů na valné hromadě pomocí elektronických prostředků.** Bude záviset na úpravě ve stanovách v jaké formě elektronickou účast umožní. Navrhované ustanovení totiž pouze opisuje demonstrativní výčet forem elektronické účasti ze Směrnice o akcionářských právech. Toto ustanovení neobsahuje žádné konkrétní požadavky na technické zajištění těchto procesů a stanoví pouze obecný požadavek na zajištění takových podmínek, aby bylo možné identifikovat hlasujícího akcionáře a určit akcie, s nimiž je spojeno hlasovací právo. Volba technického řešení elektronické účasti je ponechána na společnostech samotných.

#### 5.6.1.2. Distanční a korespondenční hlasování

Novela ObchZ<sup>624</sup> rovněž přejímá ze Směrnice o akcionářských právech **koncept osobního hlasování bez nutnosti osobní přítomnosti v místě konání valné hromady.** Rozlišuje přitom mezi písemnou (korespondenční) formou odevzdání hlasů, které se vzhledem k písemné povaze bude muset odehrát vždy před konáním valné hromady a jinou formou distančního hlasování (zřejmě tedy elektronickou), které se odehraje před konáním valné hromady nebo v jejím průběhu.

Podrobnější pravidla pro distanční a korespondenční hlasování návrh neobsahuje. Bude tedy nezbytné, aby společnosti měly podrobná pravidla obsažena ve svých stanovách.

<sup>622</sup> Zákon o akciích na jméno a usnadnění výkonu hlasovacího práva z 18.1.2001 (Gesetz zur Namensaktie und zur Erleichterung der Stimmrechtsausübung), kterým došlo ke změně německého akciového zákona (AktG). Tato úprava postavila naroveň akcie na majitele a na jméno, pokud jde o výkon hlasovacích práv prostřednictvím kreditní instituce nebo akcionářského sdružení a opustil povinnou písemnou formu plné moci. Bylo zrušeno omezení plné moci na dobu 15 měsíců, což bylo nahrazeno opakující se informační povinností kreditní instituce nebo akcionářského sdružení o možnosti plnou moc kdykoli vypovědět (§ 135 odst. 2 AktG).

<sup>623</sup> Jde o tyto formy účasti: (i) přenos valné hromady v reálném čase, (ii) dvousměrná komunikace v reálném čase umožňující akcionářům oslovit valnou hromadu ze vzdáleného místa a (iii) mechanismus pro odevzdání hlasů před konáním valné hromady nebo v jeho průběhu bez potřeby udělit plnou moc třetí osobě, která je na valné hromadě osobně přítomna.

<sup>624</sup> Bude upraveno rovněž v § 184 odst. 2 ObchZ.

Největší obtíže bude činit nastavení pravidel pro korespondenční hlasování před konáním valné hromady, kdy bude zejména nutné: (i) určit okamžik, do kdy lze přijímat korespondenční hlasy, (ii) nastavit pravidla pro předkládání návrhů usnesení ve znění, o kterých se bude hlasovat – každý akcionář bude muset předem naformulovat návrh svého usnesení. Tyto otázky dle mého názoru bude možné upravit ve stanovách. Pokud společnost možnost korespondenčního hlasování upraví, povede to ke snížení flexibility při formulaci usnesení valné hromady.

Navržená úprava vůbec neřeší situaci, kdy akcionář již hlasoval korespondenčně a i přesto se dostaví na valnou hromadu a bude chtít hlasovat jinak. Podle mého názoru bude nezbytné upřednostnit osobní účast akcionáře na valné hromadě a umožnit mu hlasování ve smyslu zásady *lex posterior derogat priori*.<sup>625</sup> To bude vyžadovat takové mechanismy, aby bylo možné identifikovat hlasy tohoto akcionáře odevzdané před konáním valné hromady a vyřadit je z hlasování. Dalším problémem může být situace, kdy akcionář hlasuje několikrát a společnosti dojde několik jeho neslučitelných projevů vůle. Vzhledem k tomu, že navržená úprava uvedené situace vůbec neřeší, lze mít pochybnosti o fungování celého konceptu hlasování před konáním valné hromady, neboť vykazuje zřetelné známky nepraktičnosti.

### **5.6.2. Zastoupení akcionáře na základě plné moci**

Z ekonomického pohledu je jasné, že účast na valné hromadě se akcionáři vyplácí až od vyššího podílu na hlasovacích právech. V systému s většinovým vlastníkem, kdy je výsledek často dán již předem, se malým akcionářům nevyplácí se valné hromady účastnit. Udělení plné moci k zastoupení akcionáře třetí osobou je ideálním řešením pro malé akcionáře, kteří chtějí vykonávat vliv na řízení společnosti.

Akcionáři se nemusí chtít účastnit valné hromady i z jiných důvodů a chtějí zůstat v anonymitě. I pro ně je zastoupení třetí osobou např. bankou nebo depozitářem vhodným řešením. Zastoupeným akcionářům bývá anonymita zachována, jsou-li majiteli akcií na majitele, neboť banky a depozitáři se často odkazují na mlčenlivost a odmítají sdělovat jména akcionářů, ostatním akcionářům a společnosti.

Organizované zastoupení akcionářů je hojně využíváno v Německu, kde akciová úprava výslovně zakotvuje pravidla pro zastoupení kreditními institucemi (bankami) nebo

<sup>625</sup> Opačný názor sdílí Mgr. Tomáš Kupka ve své práci *Změny v řízení akciových společností uveřejněné dne 27.3.2009 na [www.upravo.cz](http://www.upravo.cz)*, který upřednostňuje praktickou stránku věci, neboť kontrola odevzdaných korespondenčních hlasů bude představovat pro společnost další zátěž, a proto se kloní k řešení, při kterém by akcionáři, který již odevzdal své korespondenční hlasy, bylo zakázáno jakkoliv hlasovat o bodech, o nichž již hlasoval korespondenčně.

akcionářskými sdruženími (viz § 135 AktG). Akcionáři mají akcie zpravidla uloženy u bank a ty vykonávají hlasovací práva spojená s akciemi na základě obecné plné moci připojené ke smlouvě o uložení akcií. To znamená, že tento profesionální zástupce musí mít možnost zastupovat více akcionářů a pro každého z nich hlasovat odlišně. S tím výslovně počítá i Směrnice o akcionářských právech ve svém čl. 10 odst. 5.

#### 5.6.2.1. Úprava *de lege lata*

**Stávající tuzemská právní úprava zastoupení akcionáře na valné hromadě na základě plné moci a hlasování na ní obsažená v § 184 odst. 1 je zcela nedostatečná.** Tato úprava určuje pouze jediné pravidlo, kterým akcionáři zakazuje nechat se zastupovat členem představenstva nebo dozorčí rady společnosti. Podrobnější pravidla pro zastupování akcionáře nejsou zákonem formulovány. Některé společnosti mají podrobnější pravidla obsažená ve svých stanovách. S ohledem na tyto nedostatky zákonné úpravy byla **podrobnější pravidla pro zastupování zformulována** judikaturou Nejvyššího soudu ČR – zejména **na základě rozhodnutí Nejvyššího soudu ČR ze dne 27.11.2002 sp.zn. 29 Odo 215/2002** – která lze shrnout:

1. Zastupování akcionáře na valné hromadě je speciální plnou mocí podle § 184 odst. 1 ObchZ, nikoli plnou mocí k uskutečnění právního úkonu za zmocnitele ve smyslu § 31 odst. 1 OZ.
2. Pro zastupování akcionáře na valné hromadě není možno, aby na valné hromadě hlasovalo a vystupovalo více zmocněnců. Pokud to plná moc umožňuje, je možné, aby zmocněnci analogicky využili § 156 odst. 9 ObchZ (tím, že se dohodnou, kdo z nich bude na valné hromadě vystupovat a hlasovat).
3. Je-li pro zastupování akcionáře na valné hromadě udělena společná plná moc, aniž je v ní určeno, že každý zmocněnec může jednat sám, nemůže být taková plná moc na valné hromadě využita.
4. Pro zastupování akcionáře na valné hromadě nelze využít obecné (generální) plné moci udělené akcionářem zmocněnci. Speciální plnou moc udělenou pro zastupování na valné hromadě nelze využít k jinému účelu než právě k takovému zastupování.

Platná právní úprava pravidel zastupování byla rozšířena zákonem č. 230/2009 Sb. v důsledku harmonizace pravidel obsažených v čl. 17 Transparenční směrnice. Tato právní úprava však nebyla zařazena do obchodního zákoníku, ale najdeme ji v zákoně o podnikání na kapitálovém trhu v § 120 odst. 3 ZPKT. To znamená, že se bude vztahovat pouze na

kótované akciové společnosti. Tato úprava zakotvuje povinnost společnosti dát každé osobě oprávněné k hlasování na valné hromadě spolu pozvánkou na valnou hromadu formulář plné moci, a to v tištěné či elektronické podobě. Zpřístupnění plné moci v elektronické podobě je však přípustné pouze v případě, že emitent je oprávněn poskytovat informace o výkonu práv akcionáře elektronickým prostředkem ve smyslu § 120 odst. 5 ZPKT. Poskytování informací elektronickým prostředkem je možné zakotvit ve stanovách společnosti anebo o tom musí rozhodnout valná hromada. V každém případě tedy o tom musí rozhodnout akcionáři společnosti. Takové rozhodnutí je však možné přijmout pouze za splnění podmínek obsažených v § 120 odst. 5 ZPKT.

### 5.6.2.2. Úprava *de lege ferenda*

Pravidla pro zastupování akcionáře na valné hromadě zformulovala Směrnice o akcionářských právech ve svém čl. 10. Novela ObchZ transponuje tato pravidla do nových ustanovení § 184 odst. 4 a 5 ObchZ. Pokud hávající tuzemská úprava tak bude díky evropské regulaci nastavena na základní evropské minimum. Nicméně navržené znění zcela nereflektuje všechny **požadavky Směrnice o akcionářských právech**. Ta totiž ve svém čl. 11 ukládá členským státům povinnost na jedné straně (odstavec 1) **umožnit akcionářům udělovat plnou moc elektronickými prostředky** a na straně druhé (odstavec 2) stanoví **písemnou formu plné moci**. Novela ObchZ přitom nadále trvá na písemné formě plné moci a možnost elektronické plné moci výslovně nepřipouští. **Pro formu plné moci bude nezbytné zaujmout výklad konformní se Směrnicí o akcionářských právech, která rozlišuje písemnou formu a její přenos, který může být realizován jak poštovní službou, tak i elektronickými prostředky.**<sup>626</sup> Tento výklad bude konformní i s obecnou úpravou právních úkonů v občanském zákoníku v ustanovení § 40 odst. 4 OZ, dle níž platí, že písemná forma je zachována, je-li právní úkon učiněn telegraficky, dálnopisem, nebo elektronickými prostředky, jež umožňují zachycení obsahu právního úkonu a určení osoby, která právní úkon učinila.

Novela ObchZ vedle písemné plné moci staví na jisto dříve dovozované zastoupení správcem účtu ve smyslu § 36 odst. 5 ZCP, kterým je osoba zapsaná v evidenci investičních nástrojů nebo evidenci zaknihovaných cenných papírů. Správce bude moci i bez plné moci zastupovat akcionáře při výkonu všech práv spojených s akciemi vedených na daném účtu, včetně hlasování na valné hromadě.

<sup>626</sup> Viz čl. 6 odst. 1 třetí pododstavec Směrnice o akcionářských právech.

V souladu s dosavadní judikaturou **bude zachována povaha plné moci jako speciální plné moci**. Z hlediska rozsahu zastoupení v ní bude muset být obsažen údaj o tom, zda byla udělena na jednu valnou hromadu nebo pro více valných hromad v určitém časovém období (viz navržené ustanovení § 184 odst. 4 Novely ObchZ).

Pokud jde o osobu zmocněnce, Směrnice o akcionářských právech zakotvuje zásadu, že nelze omezit akcionáře v osobě zmocněnce. Výjimkou z tohoto pravidla je případný střet zájmů mezi zmocněncem a akcionářem. **Novela ObchZ zruší stávající omezení spočívající v zákazu nechat se zastupovat členem představenstva nebo dozorčí rady společnosti**. Případný střet zájmů mezi akcionářem a zmocněncem je řešen oznamovací povinností uloženou zmocněnci, který bude mít povinnost informovat akcionáře-zmocnitele o všech skutečnostech, které by mohly mít pro akcionáře význam při posuzování, zda hrozí střet zájmů. Jelikož nejvyšší riziko střetu zájmů vzniká **u zmocněných členů orgánů společnosti**, těmto osobám je ukládána **zvláštní povinnost, informace o hrozícím střetu zájmů uveřejnit spolu s pozvánkou na valnou hromadu**. To je *de facto* vylučuje ze zastupování, neboť nikdo z nich nebude mít zájem na uveřejňování informace o existujícím vztahu s akcionářem.

Vzhledem k tomu, že v členských státech se lze setkat s různými důvody, pro které je omezeno zastoupení akcionáře, komunitární úprava ve Směrnici o akcionářských právech uvádí jejich výčet, a záleží na členském státu, zda jich využije. Český návrh je však nepřejímá. **Akcionáři budou moci i nadále, jako tomu bylo doposud, udělovat plnou moc bez zvláštních hlasovacích pokynů**<sup>627</sup> a rovněž bude možné udělení substituční plné moci zmocněncem. **Jednání zmocněnce se řídí obecnými pravidly pro zastupování podle občanského zákoníku**. To znamená, že zmocněnec je povinen hlasovat v souladu s pokyny, jež mu dal akcionář, který mu plnou moc udělil. Tyto pokyny byly až dosud interní záležitostí zmocnitele a zmocněnce. Směrnice o akcionářských právech umožňuje členským státům, aby požadovaly u zmocněnce vedení záznamu o hlasovacích pokynech po vymezenou minimální dobu a ukládaly povinnost podat na požádání důkaz, že zmocněnec hlasovací pokyny dodržel.<sup>628</sup> Účelem této úpravy je zabránit nepoctivým zástupcům hlasovat v rozporu s vůlí akcionáře. Nicméně návrh Novely ObchZ povinnost vést záznam o hlasovacích pokynech do národní úpravy nepřejímá.

<sup>627</sup> Je zřejmé, že toto omezení se dostalo do Směrnice o akcionářských právech z důvodu německé úpravy výkonu hlasovacích práv kreditními institucemi a akcionářskými sdruženími, které mohou vykonávat hlasovací práva na valné hromadě pouze za předpokladu, že akcionář udělil výslovné pokyny k jednotlivým bodům programu – viz § 135 odst. 1 AktG.

<sup>628</sup> Viz čl. 10 odst. 4 Směrnice o akcionářských právech.



Směrnice o akcionářských právech je velmi progresivní, pokud jde o počet osob, kterým může akcionář udělit plnou moc. V čl. 10 odst. 2 uvádí možnost, aby akcionář udělil plnou moc více osobám, pokud akcionář má akcie na více než jednom majetkovém účtu. Jelikož návrh Novely ObchZ tuto úpravu výslovně nepřejímá, bude **i nadále platit nepřípustnost zastoupení vícero osobami**, k němuž dospěla česká judikatura.<sup>629</sup>

Na druhou stranu do budoucna bude možné, aby zmocněnec zastupoval více akcionářů na jedné valné hromadě. Aby tak mohl činit, musí mít možnost hlasovat odlišně o jednotlivých usneseních (tzv. *split vote*). Návrh tuto možnost zakotví v ustanovení § 186 odst. 6 ObchZ, které zároveň umožní i samotnému akcionáři, aby se svými hlasovacími právy naložil různě.

---

<sup>629</sup> Viz rozhodnutí Nejvyššího soudu ČR ze dne 27.11.2002 sp.zn.29 Odo 215/2002.

## Závěr

Oblast správy a řízení akciových společností je poměrně rozsáhlá materie. Pravidla správy a řízení (*corporate governance*) zahrnují celou splet' vztahů mezi vedením společnosti, dozorčím orgánem, akcionáři a jinými osobami (investory). Ze vztahů, které ekonomická věda označuje jako zmocnitelské vztahy, vznikají společností náklady (tzv. problémy zmocnění). Problémy zmocnění vznikají v důsledku konfliktů zájmů mezi akcionáři a členy představenstva a dozorčí rady, mezi majoritními a minoritními akcionáři a mezi akciovou společností a třetími osobami. Tyto problémy zmocnění lze redukovat pomocí tržních a právních nástrojů správy akciové společnosti. Účinnost tržních mechanismů je závislá na vyspělosti kapitálového trhu. Český kapitálový trh je rozvíjejícím se trhem, proto zde nemohou účinně působit tržní nástroje správy a je nezbytné uplatňovat silnou právní regulaci.

Právní rámec dopadající na akciové společnosti, jejichž akcie jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu (kótované společnosti), zahrnuje z hlediska pramenů práva pestré spektrum právních předpisů. Při zkoumání právních nástrojů správy je nezbytné zkoumat zákonnou právní úpravu, právní předpisy vydávané regulačním orgánem, který dohlíží na kapitálový trh (ČNB), burzovní pravidla, kodexy *corporate governance* a v neposlední řadě i stanovy jednotlivých akciových společností.

Na vyspělých evropských kapitálových trzích se rozvinula regulace v podobě samoregulačních kodexů *corporate governance*. Tento typ regulace na českém kapitálovém trhu zatím neuspěl. Český kodex *corporate governance* (Kodex správy a řízení společnosti založený na Principech OECD) vykazuje po obsahové stránce nízkou kvalitu, neboť nereflktuje specifika organizační struktury akciové společnosti podle českého obchodního zákoníku. To je způsobeno i nedostatky obchodního zákoníku. České kótované společnosti ani nebyly nijak povinovány se k Českému kodexu hlásit či vyjadřovat ve smyslu principu *comply or explain*. To se mění přijetím zákona č. 230/2009 Sb., který od 1.8.2009 novelizoval zákon o podnikání na kapitálovém trhu, podle něhož kótované společnosti mají povinnost uvádět ve své výroční zprávě informace o kodexech řízení a správy společnosti ve smyslu uvedeného principu.

Česká právní regulace kótovaných společností se opírá o zákonnou regulaci obsaženou v zákoně o podnikání na kapitálovém trhu a obchodním zákoníku. Právní pravidla obsažená v obou těchto zákonech jsou výrazně formována právem Evropských společenství. Komunitární právo lze považovat za hlavní motor právní regulace kótovaných společností v celé Evropské unii. Hlavními tendencemi evropské regulace, které lze pozorovat, jsou:

- 1) Zvyšování transparency kótované společnosti uvalováním přísnějších požadavků na poskytování informací akciovému trhu.
- 2) Oživování vlivu akcionářů na správu a řízení společností tím, že jsou rozšiřována procedurální práva akcionářů na valné hromadě a je posilováno jejich hlasovací právo umožněním hlasovat moderními komunikačními prostředky.

Komunitární právo se pokouší posílit vliv akcionářů na řízení společností v několika směrech. Regulace dopadá na výkon hlasovacích práv akcionáře, které hraje klíčovou úlohu ve svobodě volného pohybu kapitálu (viz judikatura ESD ke zlatým akciím). Směrnice o akcionářských právech formulovala detailní pravidla, která mají usnadnit individuální výkon hlasovacích práv akcionáře. Druhým směrem jde Transparenční směrnice a Směrnice o nabídkách převzetí, které staví do popředí kolektivní účinky síly hlasovacích práv.

Veškeré regulatorní požadavky komunitárního práva jsou postupně transponovány do českého právního řádu. Do zákona o podnikání na kapitálovém trhu jsou soustředěny informační povinnosti kótované společnosti a dalších pravidla ochrany účastníků kapitálového trhu. Do obchodního zákoníku jsou doplňována pravidla posilující hlasovací právo a akcionářů a procesní práva akcionářů. Některé komunitární požadavky jsou transponovány zcela nesystémově. Příkladem toho je zakomponování obligatorně zřizovaného výboru pro audit do Zákona o auditorech anebo úprava zpřístupnění plné moci pro akcionáře začleněná do zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Přestože podrobnější a přesnější zákonná pravidla by měla vést k posilování práv akcionářů a investorů na kapitálovém trhu, lze mít pochybnosti, zda postupující lavinovitě zahušťování této právní regulace, které je často založeno na nesystémových řešeních, skutečně vede k tomuto cíli. Právní regulace by měla být přehledná a měla by pro své adresáty stanovit jasná a určitá pravidla založená na jednoznačné právní terminologii. Tyto předpoklady stávající úprava v obchodním zákoníku přestává splňovat. Lze proto s napětím očekávat, jak se bude legislativně vyvíjet návrh zákona o obchodních korporacích, který by měl nahradit stávající právní úpravu obchodních společností.

Na závěr bych rád zmínil etický rozměr. Dobrá správa a řízení každé organizace závisí především na jednotlivcích, kteří nesou za toto řízení odpovědnost. Právní pravidla sice mohou stanovit právní rámec pro účinnou spolupráci těchto lidí v jednotlivých orgánech společnosti. Nicméně nelze regulovat jejich úmysly a motivy, které je vedou k přijímání konkrétních rozhodnutí. Kvalitní lidský kapitál bude proto vždy významným faktorem, který bude mít vliv na dobrou správu každé kótované společnosti.

## Seznam použité literatury

### *Monografie a učebnice*

- *Berle A.A. a Means, G.*: The Modern Corporation and Private Property, New York, MacMillan., 1932.
- *Bobek, M., Boučková, P., Kühn, Z. (eds.)*: Rovnost a diskriminace, 1.vydání, Praha: C.H.Beck, 2007.
- *Cox, J. Hazen, T.*: Corporations, 2.vydání, New York: Aspen Publishing, 2003.
- *Černá, S.*: Obchodní právo 3, ASPI 2006.
- *Doležil, T.*: Koncerny v komunitárním právu, Auditorium 2008.
- *Deilmann, B., Lorenz, M.*: Die börsennotierte Aktiengesellschaft, Verlag C.H.Beck München 2005.
- *Dědič, J. a kol.*: Obchodní zákoník. Komentář, 1.vydání, I.- III. díl, Praha, Polygon 2002.
- *Dědič, J., Štenglová, I., Čech, P., Kříž, R.*: Akciové společnosti, 6. vydání. Praha, C.H.Beck 2007.
- *Dědič, J., Čech, P.*: Evropské právo společností, Bova Polygon, Praha 2004.
- *Eastbrook, F.H., Fischel, D.R.*: The Economic Structure of Corporate Law, Harward University Press, Cambridge, MA, 1991.
- *Eliáš, K., Bartošiková, M., Pokorná, J. a kol.*: Kurs obchodního práva. Právnícké osoby jako podnikatelé. 5. vydání. Praha, C.H.Beck 2005.
- *Hüffer, U.*: Aktiengesetz, 2. přepracované vydání, München, C.H.Beck, 1995.
- *Knapp, V.*: Teorie práva. Praha, C.H.Beck, 1995.
- *Kraakman, R., Davies, P., Hansmann, H., Hertig, G., Hopt, K., Kanda, H., Rock, E.*: The Anatomy of Corporate Law – A Comparative and Functional Approach, Oxford University Press, 2004.
- *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, 2.Auflage, Verlag C.H.Beck, 2004.
- *Palandt, O. a kol.*: Bürgerliches Gesetzbuch. München: C.H.Beck, 1986.
- *Pelikánová, I. a kol.*: Obchodní právo. I. díl, Praha, CODEX, Nakladatelství Hugo Grotia, a.s. 1994.
- *Petrov, J.*: Obecná odpovědnost členů představenstva akciových společností v česko-americko-německém srovnání, Masarykova Univerzita, Mezinárodní politologický ústav, 2007.
- *Rada, I.*: Dozorčí rada obchodních společností, 2008, LINDE nakladatelství s.r.o.

- *Raiser, T., Veil, R.:* Recht der Kapitalgesellschaften, 4.Auflage, 2006.
- *Richter, T.:* Kupónová privatizace a její vlivy na správu a financování českých akciových společností, Praha, Nakladatelství Karolinum 2005.
- *Shade J.:* Business Associations in a Nutshell, 2. vydání St.Paul: West, 2005.
- *Štenglová/Plíva/Tomsa a kolektiv:* Obchodní zákoník komentář, 12. vydání, 2009, C.H.Beck.

### **Statě a články**

- *Armour, J., McCahery, J.:* After Enron: Improving Corporate Law and Modernizing Securities Regulation in Europe and the US, Amsterdam Center for Law & Economics, Working Paper No. 2006-07.
- *Armour, J., Deakin, S., Sarkar, P., Siems, M., Singh, A.:* Shareholder Protection and Stock Market Development: An Empirical Test of the Legal Origins Hypothesis, ECGI Working Paper No. 108/2008.
- *Bainbridge, S.:* Director v. Shareholder Primacy in the Convergence Debate, 16 Transnat'l Law 45, 48 (2002).
- *Barca, F., Becht, M.:* The Control of Corporate Europe. 2001. Oxford University Press.
- *Bartošíková, M., Pipek, J.:* Vztah obchodněprávní a trestní odpovědnosti statutárních orgánů a členů statutárních orgánů, Právní praxe v podnikání č. 1/99.
- *Baums, T.:* Feindliche Übernahmen und Managementkontrolle – Anmerkungen aus deutscher Sicht.
- *Baums, T.:* General Meetings in Listed Companies – New Challenges and Opportunities, Company Law Reform In OECD Countries A Comparative Outlook of Current Trends.
- *Baums, T. & Scott E. K.:* Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in the United States and Germany, (2003) ECGI Law Working Paper No. 17/2003.
- *Bebchuk, L., Cohen, A.:* The Costs of Entrenched Boards, 2004, Working Paper, Harvard John M. Olin Center for Law
- *Bebchuk, A.L. & Roe, J.M.:* A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance (1999), Stan. L.R. 52, 127.
- *Bebchuk, L.:* The Case for Increasing Shareholder Power, 2004, Working Paper, Harvard John M. Olin Center for Law.

- *Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., Maksimovic, V.:* Financial and Legal Institutions and Firm Size, World Bank Policy Research, Working Paper No. 2997, 2003.
- *Bhagat, S., Black, B.S.:* Board Independence and Long-Term Performance. Columbia University School of Law, Center of Law and Economic Studies, Working Paper No. 143.
- *Black, B., Kraakman, R.:* A Self-Enforcing model of Corporate Law, 109 Harvard Law Review (1996).
- *Burkhart, M., Lee, S.:* The One Share – One Vote Debate: A Theoretical Perspective, ECGI Finance Working Paper No. 176/2007.
- *Carney, W.:* Limited liability, 1999, Emory University, School of Law.
- *Cools, S.:* The Real Difference in Corporate Law Between the United States and Continental Europe: Distribution of Powers, 2004, Discussion Paper No. 490, Harvard John M. Olin Center for Law.
- *Coffee, J.:* The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications, Northwestern University L.R. 1999, S.641, 657 (1999).
- *Coffee Jr., C.J.:* Unstable Coalitions: Corporate Governance as a Multi-Player Game, 78Geo L.J. 1499 (1990).
- *Coffee, J.C.A.:* Theory of Corporate Scandals: Why the U.S. and Europe Differ. The Center for Law and Economic Studies. 2005.
- *Coffee Jr., J.C.:* The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law in the Separation of Ownership and Control. Columbia Law School, The Center of Law and Economic Studies, Working Paper No. 182, 2001.
- *Coffee, J. Jr.:* The Acquiescent Gatekeeper: Reputational, Intermediaries, Auditor Independence and the Governance of Accounting, Columbia Law School, The Center for Law and Economic Studies, Working Paper No. 19.
- *Černá, S., Čech, P.:* Kde jsou hranice obchodního vedení? Právní fórum 11/2008.
- *Černá, S., Čech, P.:* Ke způsobům prosazování rozhodujícího vlivu v ovládané akciové společnosti, jeho podmínkám a důsledkům, Obchodněprávní revue 1/2009, C.H.Beck.
- *Čech, P.:* Péče řádného hospodáře a povinnost loajality, Právní rádce č. 3/2007.
- *Čech, P.:* Nová směrnice ES o povinnostech emitentů kótovaných cenných papírů, Právní zpravodaj 3/2005.
- *Čech, P.:* Svolání valné hromady, Právní rádce 10/2008.
- *Čech, P.:* Vymezení části podniku a působnost valné hromady, Právní rádce 11/2006.

- *Davies, P.*: Davies Review of Issuer Liability – Liability for misstatements to the market, A discussion paper by Professor Paul Davies, March 2007, dostupné na [www.hm-treasury.gov.uk/davies](http://www.hm-treasury.gov.uk/davies).
- *Dědič, J., Čech, P.*: Změny pro auditované společnosti, Právní rádce 5/2009.
- *Dědič, J.*: Práva a povinnosti akcionáře. Obchodní právo 1/1996.
- *Doležil, T.*: K určení rozsahu údajů ve zprávě o vztazích, Bulletin Advokacie 4/2003.
- *Eliáš, K.*: K některým otázkám odpovědnosti reprezentantů kapitálových společností. Právník, 1999, č. 4.
- *Eliáš, K.*: Širší kontext § 56a obchodního zákoníku a poznámky k němu (Zákaz zneužití práva se zřetelem k možnostem postihu zneužití soukromoprávních oprávnění akcionáře proti akciové společnosti), Vzájemné ovlivňování úpravy českého a slovenského obchodního práva na pozadí procesu jejich reforem, Sborník 32, Univerzita Karlova v Praze, Právnická fakulta, 2007.
- *Ehrlicke, U.*: “Soft Law” – Aspekte einer neuen Rechtsquelle, NJW, 1989.
- *Fama, E.F.*: Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work '25, Journal of Finance, 283.
- *Ferrarini, G., Giudici, P.*: Financial Scandals and the Role of Private Enforcement: The Parmalat Case.
- *Fungáčová, Z.*: Can the Market Fix a Wrong administrative decision? Massive delisting on the Prague Stock Exchanges, CERGE-EI, Working Paper No. 335, Prague, 8/2007.
- *Gelter, M.*: The Dark Side of Shareholder Influence: Toward a Holdup Theory of Stakeholders in Comparative Corporate Governance, 2008, Working Paper, Harvard John M. Olin Center for Law.
- *Gilson, J.R., Kraakman, H.R.*: The Mechanisms of Market Efficiency, 70 Virginia Law Review 549, 1984.
- *Gordon, J., Bressler, A.*: Deutsche Telekom, German Corporate Governance and the Transitions Costs of Capitalism, Working Paper No. 140, The Center for Law and Economic Studies Columbia University School of Law, 1998.
- *Gordon N. J.*: An International Relations Perspective on the Convergence of Corporate Governance: German Shareholder Capitalism and the European Union 1990-2000. (2003) ECGI Law Working Paper No. 06/2003.

- *Gordon, J., Bressler, A.*: Deutsche Telekom, German Corporate Governance and the Transitions Costs of Capitalism, Working Paper No. 140, The Center for Law and Economic Studies Columbia University School of Law, 1998.
- *Greenfield, K.*: Democracy and the Dominance of Delaware in Corporate Law and Contemporary Problems, 2004, Vol. 67, No. 4
- *Hansman, H. & Kraakman, R.*: The End of History for Corporate Law (2001), 89 Georgetown L.J. 439, 443.
- *Hejda, J. ml.*: Zásady soukromého práva a „šikanózní klauzule“, Právní rádce, 2003.
- *Helwege, J., Pirinsky, C., Stulz, R.*: Why do Firms Become Widely Held?, An Analysis of the Dynamics of Corporate Ownership, 2007, Journal of Finance 62, 995-1028.
- *Hopt J.K. & Leyens C.P.*: Board Models in Europe – Recent Developments of Internal Corporate Governance Structure in Germany, the United Kingdom, France and Italy (2004), ECGI Law Working Paper No. 18/2004.
- *Jensen, M., Meckling, W.*: Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, 3 Journal of Financial Economics 1976
- *Kieser, C.*: Corporate Governance in den Niederlanden, dissertation.de – Verlag im Internet, 2003.
- *Kotásek, J.*: Čekání na český „Infomatec“ – k odpovědnosti emitentů kótovaných cenných papírů za nesplnění vybraných informačních povinností, Sborník příspěvků z mezinárodní konference studentů doktorského studijního programu „obchodní právo“ na téma Odpovědnost za škodu, Masarykova univerzita Brno 2005.
- *La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.*: Law and Finance, 106 Journal of Political Economy, 1113, 1998.
- *La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.*: Investor Protection and Corporate Governance, 58 Journal of Financial Economy, 13, 2000.
- *La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.*: Agency Problème and Dividend Policies Around the World, 55 Journal of Finance, 1, 2000.
- *La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A.*: Corporate Ownership Around the World, NBER Working Paper Series, Working Paper 6625, National Bureau of Economic Research, 1998, na <http://www.nber.org/papers>.
- *La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.*: Legal Determinants of External Finance, 52 Journal of Finance, 1131, 1997.
- *Hopt, K.*: Comparative Company Law, ECGI, Working Paper No. 77/2006.



- *Marks, S.*: The Separation of Ownership and Control (1999).
- *Noack, U., Zetsche, D.*: Corporate Governance Reform in Germany: The Second Debate dostupné na [www.jura.uni-duesseldorf.de/cbc](http://www.jura.uni-duesseldorf.de/cbc).
- *Noack, U., Zetsche, D.*: Germany's Corporate and Financial Law 2007: (Getting) Ready for Competition 2007, Center for Business & Corporate Law (CBC), dostupné na [www.jura.uni-duesseldorf.de/cbc](http://www.jura.uni-duesseldorf.de/cbc).
- *Noack, U.*: The Shareholder Rights Directive (Die Aktionärsrechte-Richtlinie), Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf - Juristische Fakultät, Center for Business and Corporate Law Research Paper Series, No. 0034 (05/2008).
- *Noack, U.*: Information, Kommunikation und Entscheidung – Zur Corporate Governance der Hauptversammlung europäischer Aktiengesellschaften, s. 6 dostupné na [www.jura.uni-duesseldorf.de/cbc](http://www.jura.uni-duesseldorf.de/cbc).
- *Pelikán, R., Pelikánová, I.*: Návrat právního nihilismu? Právní rozhledy 6/2009.
- *Pelikánová, I., Čech, P.*: Informační povinnost emitenta registrovaného cenného papíru, Právo a podnikání 4-5/2002.
- *Pihera, V.*: K obecným limitům akcionářských práv, Právní rozhledy 10/2007.
- *Pihera, V.*: Na margo judikatury NS k obchodním společnostem ze dne 27.1.2009 na [www.legblog.cz](http://www.legblog.cz).
- *Pokorná, J.*: Právní postavení akcionářů a výkon jejich oprávnění řídit společnost, Právnická fakulta Masarykovy univerzity.
- *Richter, T.*: O logice a limitech korporálního práva: srovnávací pohled. Právní rozhledy 1/2009.
- *Roe, M.*: Political Determinants of Corporate Governance, Oxford University Press, New York, 2003.
- *Řeháček, O.*: Postavení a odpovědnost členů představenstva akciové společnosti, Obchodní právo č. 1/2008.
- *Shleifer, A., Vishny, R.*: A Survey of Corporate Governance, 1997.
- *Špecián, M.*: Obchodní právo a účetnictví, Práce posluchačů Právnické fakulty č. 206 Univerzita Karlova v Praze 2007.
- *Van der Elst, Ch.*: Shareholder mobility in Five European Countries, ECGI, Law Working Paper No. 104/2008.
- *Wymeersch, E.*: Corporate governance codes and their implementation.

- *Wymeersch, E.*: Current Company Law Reform Initiatives in the OECD Countries. Challenges nad Opportunities. Working Paper 2001-04, Financial Law Institute, Universiteit Gent, 2001.
- *Zetzsche, D.*: Explicit and Implicit System of Corporate Control - A Convergence Theory of Shareholder Rights, CBC Research Paper.
- *Zetzsche, D.*: Shareholder Interaction Preceding Shareholder Meeting of Public Corporations – A Six Country Comparison.
- *Žitňanská, L.*: Základné zásady skromného práva a ochrana menšinových akcionárov, Právny obzor, 83, 2000, č. 4.