

**Univerzita Karlova v Praze**  
Právnická fakulta  
Katedra obchodního práva

## **Ochrana menšinových akcionářů se zvláštním zřetelem na podíl na řízení společnosti**

Vedoucí diplomové práce: JUDr. Petr Čech, LL.M.

zpracoval: Jakub Kříž  
ročník 5., prezenční studium  
Nerudova 11, 466 01 Jablonec nad Nisou  
měsíc ukončení diplomové práce: březen 2006

Prohlašuji, že jsem tuto diplomovou práci zpracoval samostatně a že jsem vyznačil  
prameny, z nichž jsem pro svou práci čerpal způsobem ve vědecké práci obvyklým.

V Praze dne 30. 3. 2006

A handwritten signature in black ink, consisting of several stylized, overlapping loops and lines, positioned to the right of the date.

## Obsah

Seznam zkratk.....	3
I. Úvod.....	4
II. Valná hromada a její význam.....	8
II.1 Působnost a postavení valné hromady ve společnosti.....	8
II.2 Faktory podmiňující změnu úlohy valné hromady.....	9
II.2.1 Internacionalizace portfolia akcionářů.....	9
II.2.2 Nástup výpočetní a komunikační techniky.....	10
II.2.3 Nárůst počtu drobných investorů, heterogenita akcionářů.....	10
II.2.4 Vztah akciového práva s teorií správy a řízení společností.....	10
II.3 Krize smyslu tradičních valných hromad?.....	12
II.4 Minoritní práva a jejich nové pojetí.....	14
III. Ochrana akcionářů ve vztazích souvisejících s valnou hromadou.....	16
III.1 Úvod do problému.....	16
III.2 Svolávání valné hromady a komunikace společnosti s akcionářem před valnou hromadou.....	16
III.2.1 Význam komunikace společnosti s akcionářem.....	16
III.2.2 Lhůta pro oznámení o svolání valné hromady.....	17
III.2.3 Obsah pozvánky na valnou hromadu.....	18
III.2.4 Jazyk pozvánky a dalších dokumentů.....	20
III.2.5 Využití sítě internet.....	22
III.3 Komunikace emitenta s akcionářem po skončení valné hromady.....	24
III.4 Právo požadovat a obdržet vysvětlení záležitostí týkajících se společnosti.....	25
III.5 Ostatní.....	26
IV. Výkon práv na valné hromadě bez fyzické přítomnosti na valné hromadě.....	28
IV.1 Úvod do problému.....	28
IV.2 Hlasování v zastoupení.....	28

IV.2.1 Plná moc .....	28
IV.2.2 Překážky většího využití hlasování v zastoupení .....	30
IV.2.3 Nově navrhovaná úprava.....	32
IV.2.4 Členové orgánů společnosti jako zmocněnci akcionářů .....	34
IV.3 Korespondenční hlasování .....	35
IV.4 Přímá elektronická účast na valné hromadě .....	36
V. Přeshraniční prvek .....	39
V.1 Úvod do problému .....	39
V.2 Systém zprostředkované držby akcií .....	39
V.3 Komplikace přeshraničního prvku.....	41
V.4 Řešení Nizozemské skupiny.....	43
V.5 Návrh směrnice o výkonu hlasovacích práv akcionářů .....	45
VI. Závěr.....	48
Seznam použité literatury .....	49

## Seznam zkratk

<b>AktG</b>	Aktiengesellschaftsgesetz, německý zákon o akciových společnostech
<b>DG MARKT</b>	Evropská komise – Generální ředitelství pro vnitřní trh a služby
<b>EK</b>	Evropská komise
<b>ES</b>	Evropské společenství
<b>EU</b>	Evropská unie
<b>ObčZ</b>	zákon č. 40/1964 Sb., občanský zákoník, ve znění pozdějších předpisů
<b>ObchZ</b>	zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů
<b>UNIDROIT</b>	International Institute for the Unification of Private Law, Mezinárodní institut pro unifikaci soukromého práva
<b>ZCP</b>	zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, ve znění pozdějších předpisů
<b>ZPKT</b>	zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů

## I. Úvod

Svět přelomu dvacátého a jednadvacátého století je světem změn, zejména na poli mezilidské komunikace. Po masovém rozšíření telefonu a rozvoji mezinárodní dopravy přichází éra internetu, který se stává součástí každodenního života stále většího počtu osob. Souběžně s tímto vývojem je možné zaznamenat i trend postupného odbourávání překážek mezinárodního obchodu. Za vyvrcholení této snahy na evropském kontinentu můžeme požadovat vytvoření Evropského hospodářského prostoru.

Překotný rozvoj moderních komunikačních prostředků na jedné straně a ne vždy odpovídající reakce ze strany práva obchodních společností a práva kapitálového trhu na straně druhé pak s sebou přináší určitý paradox. Prostřednictvím několika „kliknutí“ myší se mohou stát investorem<sup>1</sup> do téměř jakékoliv společnosti s kótovanými akciemi<sup>2</sup>. K tomu, abych mohl uplatnit své právo akcionáře podílet se na řízení společnosti, se však musím většinou osobně účastnit valné hromady společnosti. Nákup japonských akcií je otázkou několika minut, během nichž nemusím opustit pohodlí domova nebo kanceláře, výkon práva spojeného s jejich vlastnictvím ale často vyžaduje nákladnou cestu do Japonska.

Liberalizace kapitálových trhů a masové rozšíření investic do akcií se již promítly určitým způsobem do norem obchodního práva. V zájmu ochrany investorů jsou přijímány podrobné úpravy regulace kapitálových trhů, které například ukládají podmínky pro přijetí cenných papírů emitenta k obchodování na oficiálním trhu a další povinnosti s tím spojené<sup>3</sup>. Tím dochází k pronikání úpravy kapitálového trhu do práva obchodních společností. S určitou mírou nadsázky je možné říci, že aniž by docházelo ke změně práva obchodních společností, nepřímo se vytváří nová forma obchodní společnosti: „společnost s kótovanými akciemi“.

K tomuto názoru se přiklání i Skupina na vysoké úrovni z odborníků na právo společností (dále též „Evropská skupina“), která se zabývala možnostmi modernizace

---

<sup>1</sup> Investorem, resp. koncovým investorem myslíme osobu nesoucí ekonomické riziko spojené s držbou akcie, bez ohledu na to, zda je tato osoba v souladu s právní úpravou považována i za akcionáře, tj. majitele akcie.

<sup>2</sup> Kótovanými akciemi rozumíme v souladu s ust. § 44 odst. 1 ZPKT akcie přijaté k obchodování na oficiálním trhu.

<sup>3</sup> Např. v našem prostředí se jedná o ZPKT.

obchodního práva v celoevropském měřítku. Skupina dospěla k názoru, že ačkoliv většina členských států Evropské unie obvykle rozlišuje dva typy kapitálových obchodních společností, totiž veřejnou společnost (*public company*, obdoba akciové společnosti dle českého práva) a soukromou či uzavřenou společnost (*private* nebo *closed company*, obdoba společnosti s ručením omezeným dle českého práva), realita je v současnosti již jiná. Dle názoru Evropské skupiny fakticky totiž existují tři základní typy kapitálových obchodních společností: (i) společnosti s kótovanými akciemi, (ii) otevřené společnosti, kam bychom mohli zařadit zejména akciové společnosti, jejichž akcie však nejsou kótovány, a (iii) uzavřené společnosti.<sup>4</sup>

Tématem této práce je „**Ochrana menšinových akcionářů se zvláštním zřetelem na podíl na řízení společnosti**“. Toto téma je možné uchopit různými způsoby: například jako rozbor nástrojů, které má k dispozici tradičně chápána akciová minorita k ochraně svých zájmů. Chtěl bych se však pokusit o něco jiného: chtěl bych jí zasadit právě do kontextu oněch výše popsaných překotných změn digitálního věku, kdy je tak rozšířeno investování do akcií kótovaných na veřejných trzích.

Akcionáři se podílejí na správě a řízení společnosti zejména prostřednictvím uplatňování svého práva hlasovat na valné hromadě. Téma účasti akcionářů na valné hromadě a způsoby hlasování na ní tak tvoří jádro této práce.

Pojem menšinový akcionář, obsažený v titulu práce, nepoužíváme ve smyslu, jak ho chápe český ObchZ<sup>5</sup>, ale spíše v jeho obecném významu: míníme jím akcionáře, jehož pozice je v porovnání s jinými akcionáři zhoršena faktem, že vlastní jen malou část akcií společnosti.

Práce se dotýká zejména společností s kótovanými akciemi. Důvod je prostý: výše popsaný paradox mezi snadnou možností nákupu akcií a obtížným způsobem výkonu práv s vlastnictvím akcií spojených se týká právě těchto společností. Krom toho, jak bylo naznačeno, společnosti s kótovanými akciemi se pomalu stávají téměř samostatným druhem kapitálových obchodních společností s vlastní právní úpravou vnitřních poměrů společnosti.

---

<sup>4</sup> Viz Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, s. 35

<sup>5</sup> Viz § 181 a § 182 ObchZ

Ukážte si to akcionář na číselník  
(viz seznam literatury)

and in place, already - DP 102 motion 26

Cílem práce je poskytnout teoretický náhled do problému, není tudíž rozbohem české nebo jiné národní právní úpravy. To je dáno i definicí problému, který překračuje hranice jakékoliv národní právní úpravy. Ostatně hlavní motor na poli modernizace práva obchodních společností a práva kapitálových trhů naznačeným směrem se nenachází na úrovni národních států, nýbrž na úrovni EU. Mnohé směrnice v oblasti úpravy kapitálových trhů, ale třeba i nařízení Rady ES o statutu Evropské družstevní společnosti<sup>6</sup>, již obsahují prvky využívání elektronické komunikace mezi emitenty a akcionáři.<sup>7</sup> Ve svém „Akčním plánu na modernizaci práva obchodních společností a zlepšení správy a řízení společností v Evropské unii“<sup>8</sup> dala EK na zvážení, zda existuje poptávka pro změnu předpisů upravujících výkon akcionářských práv v případě přeshraničních investic. Touto problematikou a možným legislativním řešením na úrovni ES se zabývaly i dvě odborné skupiny, obě pod vedením Jaap Wintera<sup>9</sup>. Jedna z nich byla zřízena nizozemským ministerstvem spravedlnosti pod názvem Cross-Border Voting Group, tedy Skupina pro přeshraniční hlasování (dále též „Nizozemská skupina“). Závěry, ke kterým došla, publikovala tato expertní skupina ve své zprávě holandskému ministru spravedlnosti „The Final Report of the Cross-Border Voting Group“. Druhou skupinou byla již zmíněná Evropská skupina, která byla ustanovena EK v roce 2001. Ta publikovala v listopadu 2002 svoji závěrečnou zprávu pod názvem „Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe“.<sup>10</sup>

f akční plán

Na základě zjištění uvedených odborných komisí přistoupilo Generální ředitelství pro vnitřní trh a služby (dále jen „DG MARKT“) k přípravě návrhu „směrnice o

<sup>6</sup> Nařízení Rady ES č. 1435/2003 ze dne 22. července 2003 o statutu Evropské družstevní společnosti; čl. 58 odst. 4 stanoví: Stanovy mohou umožnit hlasování poštovní nebo elektronickou cestou; v tom případě určí i příslušné postupy.

<sup>7</sup> Hlavní postavení zde zaujímá zejména tzv. transparentní směrnice, tedy směrnice Evropského parlamentu a Rady č. 2004/109/ES ze dne 15. prosince 2004, o harmonizaci požadavků na průhlednost týkajících se informací o emitentech, jejichž cenné papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu, a o změně směrnice 2001/34/ES

<sup>8</sup> „Action Plan on Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union“

<sup>9</sup> Jaap Winter, profesor na univerzitě v Rotterdamu, je jeden z nejprogressivnějších a nejliberálnějších představitelů evropské doktríny v oblasti práva společností.

<sup>10</sup> Jednalo se o již druhou zprávu, kterou Evropská skupina předložila; v té první se zabývala problematikou nabídek převzetí.



výkonu hlasovacích práv akcionářů společností se zapsaným sídlem v členském státě, jejichž akcie byly přijaty k obchodování na regulovaných trzích, a o doplnění Směrnice 2004/109/ES“. V letech 2004 a 2005 publikovalo DG MARKT na dané téma dva veřejné konzultační dokumenty. Snahy po modernizaci právních předpisů podpořil svým usnesením i Evropský parlament.<sup>11</sup> Začátkem roku 2006 pak byl publikován návrh směrnice.<sup>12</sup>

Vzhledem k rozsáhlosti problematiky nemám ambici vyčerpat ji v této práci úplně. Po úvodním pojednání o obecné problematice valné hromady (kapitola II.) následuje kapitola zabývající se ochranou akcionářů ve vztazích souvisejících s valnou hromadou. V ní se zabývám různými problémy, jejichž současná v evropském prostoru převládající úprava dle mínění výše uvedených odborných skupin již neodpovídá současné situaci. V kapitole IV. se pak zabývám zásadní problematikou distančního výkonu práv na valné hromadě. Účelem V. kapitoly je pak nastínit možná řešení problémů vyvolaných systémem násobně zprostředkované držby akcií v kontextu přeshraničních investic.

First Bolkestein, bývalý komisař EU pro vnitřní trh, okomentoval ony výše popsané iniciativy směrem k modernizaci práva obchodních společností a práva kapitálových trhů slovy: „Potřebujeme se rozloučit s komunikací doby poštovních holubů a přivítat moderní elektronický transparentní systém, který umožní výkon [akcionářských] práv.“<sup>13</sup> Tato práce by měla skromně a bez nároku na úplnost poukázat na jednu z možných cest z věku poštovních holubů...

---

<sup>11</sup> Usnesení z 21. dubna 2004, OJ C104, 30.4.2004

<sup>12</sup> Dle důvodové zprávy sleduje návrh směrnice následující cíle: (i) zajistit, aby byly všechny valné hromady svolány v dostatečném předstihu, (ii) zakázat všechny formy blokování akcií, (iii) odstranit všechny právní překážky elektronické účasti na valných hromadách, (iv) nabídnout akcionářům-nerezidentům jednoduchý způsob hlasování bez účasti na valné hromadě.

<sup>13</sup> Tisková zpráva: „Corporate governance: Commission consults on shareholders' rights“, Brusel, 16. září 2004, [www.europa.eu.int](http://www.europa.eu.int)

## II. Valná hromada a její význam

### II.1 Působnost a postavení valné hromady ve společnosti

Valná hromada je nejvyšším orgánem společnosti<sup>14</sup>. Je shromážděním, na kterém se akcionáři zejména prostřednictvím práva hlasovat<sup>15</sup> podílejí na řízení společnosti. Jedná se o orgán, kterým akcionáři, jakožto jeho členové, formují svoji vůli.

Účelem práce není popisovat pravomoci valné hromady a její vztahy s dalšími orgány akciové společnosti. I bez hlubšího zkoumání je však možné prohlásit, že od valné hromady odvozují svoji existenci a legitimitu i další orgány společnosti<sup>16</sup>. Valnou hromadu můžeme také pokládat za centrum akcionářské demokracie<sup>17</sup> a za místo nezbytné komunikace mezi orgány společnosti a jejími vlastníky.

Přestože valnou hromadu v současnosti považujeme za imanentní orgán akciové společnosti, v historii tomu tak vždy nebylo. Ulrich Noack uvádí, že valné hromady jsou součástí tradiční struktury akciové společnosti v kontinentálním právu jen asi 150 let, když vznikly v souvislosti se železničními akciovými společnostmi a pruským akciovým právem. Klasické holandsko-východoindické společnosti, které vznikaly zhruba před 400 lety, tento institut setkání všech akcionářů neznaly<sup>18</sup>. Valná hromada později vznikla vlastně z obecného institutu „skládání účtů“ – dlužník (společnost) má obecnou povinnost informovat věřitele (akcionáře) o tom, jak nakládá s jemu svěřenými prostředky (akciový kapitál). Do popředí tedy vystupuje informační funkce valné hromady. K ní se přidává i funkce rozhodovací. V souvislosti s rozvojem teorií řízení a správy společnosti<sup>19</sup> je možné hovořit také o komunikační funkci valné hromady.

---

<sup>14</sup> § 184 ObchZ

<sup>15</sup> Práva akcionářů upravuje v českém právu § 178 a násl. ObchZ.

<sup>16</sup> V případech kdy je představenstvo společnosti voleno dozorčí radou, je existence představenstva odvozena od valné hromady alespoň zprostředkovaně. Volba představenstva dozorčí radou společnosti je typická pro úpravu ve Spolkové republice Německo, umožňuje ji ale i české právo (viz § 194 obchodního zákoníku).

<sup>17</sup> Na základě běžně přijímaného pravidla „one share – one vote“ (jedna akcie – jeden hlas).

<sup>18</sup> Noack, U.: Hauptversammlung und Internet: Information – Kommunikation – Entscheidung, Institut für Unternehmensrecht, Heinrich-Heine-Universität, Düsseldorf 2004, str. 6

<sup>19</sup> Často známější pod pojmem corporate governance.

V devatenáctém století plní valná hromada všechny tyto funkce bez jakýchkoliv problémů. Akcionářů bylo málo, bydleli blízko sebe a mohli se tak pravidelně scházet. Protože tito akcionáři bydleli v blízkosti komínů svých továren, nazývali se také „komínoví akcionáři“<sup>20</sup>. Často se jednalo o bohaté občany jedné obce, kteří znali navzájem sebe i svoji investici. Tato akcionářská idylka však brzy skončila. Velké společnosti začaly získávat kapitál emisemi akcií nabízených na trzích s cennými papíry, a tím byly vztahy mezi akcionáři rozvolněny. Toto rozvolnění vztahů mezi akcionáři doznává svého vrcholu právě dnes: nejen, že se akcionáři velkých společností neznají osobně, většinou však již pocházejí i z různých zemí. Velké množství akcionářů přestává mít i jakýkoliv vztah k samotné společnosti – držba akcií pro ně představuje výhradně prostředek investice či kumulace a uchování majetku.

Ve vztahu k valné hromadě, jakožto nejvyššímu orgánu společnosti, se tak musí právo obchodních společností vypořádat s několika novými výzvami, za které můžeme pokládat zejména internacionalizaci portfolia akcionářů, nástup moderní výpočetní a komunikační techniky, nárůst počtu drobných investorů a vztah s teoriemi správy a řízení společnosti.

## **II.2 Faktory podmiňující změnu úlohy valné hromady**

### **II.2.1 Internacionalizace portfolia akcionářů**

Zejména v důsledku existence Evropského hospodářského prostoru a jiných faktorů liberalizace mezinárodního obchodu razantně narůstá počet akcionářů z jurisdikcí odlišných od jurisdikce emitenta. Např. v roce 2001 bylo vlastněno 31,9% akciového kapitálu britských společností zahraničními investory, zatímco v roce 1981 činilo toto číslo jen 3,6%<sup>21</sup>. Ve Španělsku, Itálii, Francii nebo Německu je výše účasti zahraničních investorů na společnostech obdobná. V zemích jako je Lucembursko, Litva, Maďarsko, Belgie nebo Nizozemí dosahuje až 50% procent, v některých

---

<sup>20</sup> Noack, U.: Hauptversammlung und Internet: Information – Kommunikation – Entscheidung, Institut für Unternehmensrecht, Heinrich-Heine-Universität, Düsseldorf 200, str. 7

<sup>21</sup> Share Ownership 2001. London: Office of National Statistics. Citováno dle Cross Border Proxy Voting, Case Studies from the 2002 Proxy Voting Season, International Corporate Governance Report, Institutional Design, London 2003

případech dokonce 70 – 80%.<sup>22</sup> Je logické, že podíl zahraničních akcionářů je v případě společností s kótovanými akciemi vyšší než v případě společností, jejichž akcie na oficiálních trzích kótované nejsou. Nákup zahraničních akcií přestal být drahou a technicky složitou záležitostí i pro drobné investory.

### II.2.2 Nástup výpočetní a komunikační techniky

Moderní technologie nepřinášejí pouze možnost bezproblémově nabýt zahraniční akcie, zcela jistě mohou být využity i pro účely realizace práv s vlastnictvím akcií spojených. Již v roce 1974 publikoval Německý právník Wolfgang Zöllner studii, ve které se zabýval možnostmi využití technologie děrných štítků ve službách valné hromady akciové společnosti.<sup>23</sup> Technika od té doby postoupila mnohem dál. Vybavení internetem je již běžné v mnoha domácnostech a snad ve všech společnostech, a tak dle mého názoru nastává čas položit si otázku: jak více zapojit moderní komunikační prostředky, zejména internet, do služeb práva obchodních společností?

### II.2.3 Nárůst počtu drobných investorů, heterogenita akcionářů

Poslední desetiletí znamenají jak ve Spojených státech amerických, tak i na evropském kontinentě popularizaci investování do akcií mezi drobnými investory. V České republice je situace odlišná, přesto i zde díky specifické situaci transformace plánovaného hospodářství na tržní ekonomiku se staly vlastníky akcií téměř všichni její občané.

Jedním z důsledků rozvoje mezinárodního trhu kapitálu tak je i nárůst fragmentace a heterogenity portfolia akcionářů společnosti. Akcionáři vlastní nesterjně velké podíly společností, mluví odlišným jazykem, bydlí na různých kontinentech... I to jsou skutečnosti, které přinášejí nové prvky do tradičně chápaného pojetí valné hromady.

### II.2.4 Vztah akciového práva s teorií správy a řízení společnosti

Teorie správy a řízení společnosti vznikla zejména v souvislosti s rostoucí anonymitou vztahů v akciových společnostech. Jejím podstatou je vytvoření určitých

---

<sup>22</sup> Fostering an Appropriate Regime for Shareholder's Rights. Consultation document of the Services of the Internal Market Directorate General, European Commission – Internal Market Directorate General, Brussels 2004, str. 4

<sup>23</sup> Noack, U.: Hauptversammlung und Internet: Information – Kommunikation – Entscheidung, Institut für Unternehmensrecht, Heinrich-Heine-Universität, Düsseldorf 2004, str. 2

odkazat info, nezapomenat citovat

brzd a protivah<sup>24</sup> – a to často i nad rámec zákonných požadavků –, které mají za cíl zvětšit ochranu tzv. zainteresovaných stran<sup>25</sup> před managementem, resp. představenstvem společnosti. Předmětem zájmu teorie správy a řízení společnosti je tak zejména úloha akcionářů (práva a způsob výkonu akcionářských práv, spravedlivé zacházení s akcionáři), úloha ostatních zainteresovaných stran, uveřejňování relevantních informací a odpovědnost představenstva a dozorčí rady. Požadavky správy a řízení společností jdou napříč úpravou několika právních odvětví: zejména práva obchodních společností, práva kapitálového trhu<sup>26</sup>, pracovního práva a finančního práva. Mnohé principy teorie správy a řízení společnosti postupně pronikly do právních norem a staly se tak právně vymahatelné. Mnohé jiné jsou zatím dodržovány na principu dobrovolnosti, ale i u nich je patrné postupné pronikávání do norem psaného práva.

Teorie správy a řízení společností vnímá akcionáře jako hlavní kontrolní sílu ve společnosti. Z toho důvodu klade důraz na rozsáhlé informační povinnosti obchodních společností vůči akcionářům.

Akcionáři kótovaných společností se často chovají v duchu tzv. racionální apatie: jsou si vědomi své relativní bezvýznamnosti, a tak rezignují na výkon svých práv, která jim zajišťují podíl na řízení společnosti. Akcionář, který podlehl racionální apatii, se příliš nezajímá o jednotlivé kroky společnosti a často se omezuje pouze na sledování kursu akcií. V případě nespokojenosti s politikou společnosti nebo

---

<sup>24</sup> Jakási obdoba *checks and balances*, jak je známe z ústavy USA; ostatně i teorie správy a řízení společnosti pochází z USA.

<sup>25</sup> Pojem „zainteresovaná strana“ (anglicky „stakeholder“) zahrnuje větší počet stran majících zájem na úspěchu a řádném chodu společnosti. Mezi zainteresované strany se tak počítají nejen akcionáři, ale i věřitelé společnosti, její zaměstnanci, obyvatelé obce, v níž společnost provozuje činnost, orgány místní správy a samosprávy, dodavatelé a odběratelé.

<sup>26</sup> Důležitost vztahu správy a řízení společností a právní úpravy kapitálového trhu podtrhuje např. fakt, že iniciátorem Kodexu správy a řízení společností v České republice je Komise pro cenné papíry. Komise pro cenné papíry zdůrazňuje, že hnací silou vývoje správy a řízení společností je „starost o rozvoj kapitálového trhu – je totiž zřejmé, že jeho růst, jako nadějná alternativa k nebankovnímu způsobu financování společností, kriticky závisí na tom, jakou důvěru ve zdravé fungování společností (...) lze získat, udržet a posílit. Je proto přirozené, že mezi impulsy k inovacím pravidel správy a řízení společností byly též některé neblahé události na kapitálovém trhu, které onou životně důležitou důvěrou otřásl.“ Kodex správy a řízení společností 2004, Komise pro cenné papíry, Praha 2004, str. 4

*problem je dle situace v burzovním, pokud jde  
o rozložení na koncernu*

v případě kursových výkyvů pak aplikuje tzv. „pravidlo wall street“ – akcie prodá.<sup>27</sup> Dalším prvkem, který je příčinou racionální apatie akcionářů, jsou i náklady spojené s výkonem hlasovacího práva.

Jedním z cílů teorie správy a řízení společnosti tedy je, dát akcionáři do rukou dostatečné nástroje, kterými by se mohl podílet na správě a řízení společnosti.

Důraz, jaký se v současné době na správu a řízení společnosti klade, je možné ilustrovat i požadavkem Evropské skupiny, aby výroční zprávy společností s kótovanými akciemi obsahovaly podrobné údaje ohledně dodržování pravidel správy a řízení společnosti, bez ohledu na to, zda se jedná o zákonné požadavky, pravidla vyplývající z ustanovení stanov společnosti a rozhodnutí jejich orgánů nebo pravidla určená kodexy správy a řízení společností.

*H dohance měly  
směrnice*

### II.3 Krize smyslu tradičních valných hromad?

S jistou nadsázkou je možné hovořit o tom, že v případě velkých společností s kótovanými akciemi dochází k určité krizi smyslu existence valných hromad společnosti. Důvody mohou být následující:

- Velké společnosti mají i přes milion akcionářů. Je technicky zcela nemožné, aby se valné hromady zúčastnili všichni. Kdyby se všichni akcionáři rozhodli osobně se valné hromady zúčastnit, jak je jejich právem, znamenalo by to naprostý kolaps jednání. Valné hromady vlastně přežívají díky tomu, že je většina akcionářů ignoruje.<sup>28</sup>
- Akcionáři přítomní na valné hromadě většinou nereprezentují ani většinu počtu akcionářů ani většinu akciového kapitálu.<sup>29</sup>

<sup>27</sup> Tento jev se také nazývá „hlasovat nohama“ – viz Kodex správy a řízení společnosti 2004, Komise pro cenné papíry, Praha 2004, str. 14

<sup>28</sup> Tohoto faktu si jsou mnohé právní řády vědomy. Německý AktG stanoví v § 123 odst. 2, že stanovy společnosti mohou podmínit účast na valné hromadě nebo výkon hlasovacího práva tím, že akcie budou předloženy určitou dobu před schůzí a že akcionáři oznámí svojí účast. Francouzský zákon o obchodních společnostech v § 165 odst. 1 stanoví, že stanovy společnosti mohou požadovat minimální počet akcií jako podmínku účasti na řádných valných hromadách. Je zřejmé že účelem obou těchto ustanovení je omezení účasti malých akcionářů na valných hromadách.

<sup>29</sup> V roce 2004 činila průměrná účast na valné hromadě v případě německých společností kótovaných na DAX 47% základního kapitálu, přičemž nejmenší účast měla valná hromada společnosti Infineon, která činila jen 17,59%. (Zdroj: <http://www.dsw-info.de/hauptversammlungspraesenzen.70.0.html>.)

- V některých jurisdikcích trvají valné hromady příliš dlouho. V mnoha státech má představenstvo povinnost přednášet na valné hromadě rozsáhlé zprávy o stavu společnosti. Často se také vyskytují obstrukce ze strany některých akcionářů. V Německu činí průměrná délka valné hromady u velkých společností s kótovanými akciemi 7 hodin<sup>30</sup>.
- Velká část akcionářů jsou cizinci. Požadavek na osobní účast na valné hromadě, nebo požadavky na úředně ověřené plné moci pro své zástupce jsou pro takové akcionáře většinou nesplnitelné, anebo sice splnitelné, avšak s přílišnou námahou.
- Díky systému násobně zprostředkované držby, prostřednictvím kterého je držena velká část evropských i amerických akcií, se stává, že v případě nákupu akcie zahraničním investorem, označí právo jurisdikce emitenta akcií za akcionáře jinou osobu než tu, která nese skutečné investiční riziko s akcií spojené.

Uspořádání valné hromady je v případě velkých společností s mezinárodní strukturou vlastníků poměrně drahá záležitost. Na druhou stranu pro akcionáře znamená účast na valné hromadě také vynaložení velkých nákladů, a tak na účast na rozhodovacích procesech ve společnosti rezignují.

Nástup nových komunikačních technologií, který je vlastně jednou z příčin této situace, však může přinést řešení. Domnívám se, že nastal čas hledat odpovědi na otázky, jak je možné v právu obchodních společností zajistit, aby:

- akcionářům byly k dispozici i alternativní možnosti účasti na rozhodování valné hromady: distanční výkon hlasovacích práv prostřednictvím internetu, zjednodušení možností zastoupení na valné hromadě,
- byl vyřešen rozpor mezi tím, kdo je v systémech násobně zprostředkované držby považován za akcionáře, a tím, kdo nese skutečné ekonomické riziko investice,
- byla upravena informační funkce valné hromady tak, aby zbytečně neprodlužovala dobu jednání – tedy aby bylo postačující poskytnout akcionářům většinu informací prostřednictvím sítě internet,

---

<sup>30</sup> Noack, U.: Hauptversammlung und Internet: Information – Kommunikation – Entscheidung, Institut für Unternehmensrecht, Heinrich-Heine-Universität, Düsseldorf 2004, str. 14

- byly odstraněny některé přežitě instituty, které činí správu společnosti nákladnější ale již nesloužím akcionářům jako dříve, tedy aby byly v maximální možné míře využity moderní komunikační technologie.

## II.4 Minoritní práva a jejich nové pojetí

Tzv. menšinová neboli minoritní práva jsou již tradiční součástí normativních úprav práva akciových společností. Jejich historie sahá i na našem území do 19. století, tedy do samých počátků existence moderního práva akciových společností. Například již akciový regulativ z roku 1899 obsahoval silný prvek ochrany menšinových akcionářů: akciové minoritě o velikosti jedné třetiny bylo přiznáno právo na zástupce v dozorčí radě<sup>31</sup>.

Konstrukce minoritních práv, tak jak se historicky vyvinula, je reakcí na fakt, že na valné hromadě se rozhoduje o záležitostech společnosti hlasováním, tedy že většina hlasů reprezentující většinu akciového kapitálu přítomného na valné hromadě má dostatečnou sílu pro prosazení svých rozhodnutí. Problém zneužití práv většiny, jak ho široce rozpracovává politologie v teoriích demokracie, se tak stává problémem i v akciových společnostech. Z toho důvodu bylo třeba vytvořit mechanismy, které by zabránily aktuální většině na valné hromadě zneužít svého postavení a které by umožnily efektivní ochranu zájmů akciové menšiny.

Zvláštní minoritní práva nebyla nikdy v historii poskytována individuálním akcionářům nebo jakémukoliv jejich počtu, ale vždy byla spjata s držením určitého podílu akcií. Nejednalo a nejedná se tedy o práva jakékoliv minority přehlasované většinou na valné hromadě, ale o práva minority kvalifikované.<sup>32</sup>

V souvislosti s potřebou teoretického odůvodnění minoritních práv vznikly historicky dvě základní teorie. Jedna z nich prohlašuje akciovou minoritu za mimořádný orgán společnosti (můžeme zde vidět jakousi paralelu s dozorčí radou), jehož úkolem je bdít nad zájmy společnosti a chránit ji před zneužitím moci ze strany většiny. Druhá teorie, méně patetická, považuje minoritní práva pouze za nástroj menšinových

<sup>31</sup> Podobný efekt má i ve Spojených státech amerických běžně používané tzv. kumulativní hlasování. V novodobé historii obchodního práva ČR se uvažovalo o jeho zavedení i v našich podmínkách.

<sup>32</sup> Viz např. § 181 ObchZ, který přiznává minoritní práva akcionářům, kteří mají akcie, jejichž souhrnná jmenovitá hodnota přesahuje 3 anebo 5 % ze základního kapitálu v závislosti na výši základního kapitálu společnosti.



akcionářů, kterým mohou prosazovat své zájmy, jež bývají často v rozporu se zájmy většiny<sup>33</sup>.

Rozsah oprávnění přiznávaných akciové minoritě se mění s ohledem na dobu a místo úpravy. Velmi rozsáhlý katalog minoritních práv nalezneme v AktG; česká úprava v § 181 a násl. ObchZ je o poznání skromnější. Princip je nicméně stejný: zákon přiznává skupině akcionářů disponující určitým kvalifikovaným podílem na společnosti zvláštní práva, které může tato skupina využít na ochranu svého postavení<sup>34</sup>.

Tato klasická úprava minoritních práv si i nadále ponechává svoji důležitost. Domnívám se však, že v současnosti vystupuje do popředí potřeba nového chápání ochrany práv menšinových akcionářů. Jestliže jsme se výše zmínili o nových problémech, které znemožňují účast na procesu rozhodování velké části akcionářů, je třeba mít na paměti, že tyto problémy fakticky dopadají nejvíce právě na malé a drobné akcionáře.

Řešíme-li tedy výzvy digitálního věku, jak byly nastíněny výše, posilujeme postavení minoritních akcionářů bez toho, aniž bychom pro ně vytvářeli zvláštní úpravu nebo jim přiřkli zvláštní práva.

+ KZ = delších informací  
+ ne vždy skupině ale i jednotlivci

---

<sup>33</sup> Srov. Eliáš, K.: Akciová společnost, Systematický výklad obecného akciového práva se zřetelem k jeho reformě, Linde Praha, Praha 2000, str. 189

<sup>34</sup> Je však třeba dodat, že tato práva nepřísluší pouze minoritě, ale jakékoliv skupině akcionářů s daným podílem akcií. K ochraně svých zájmů je tedy mohou využít i akcionáři reprezentující většinu.

### III. Ochrana akcionářů ve vztazích souvisejících s valnou hromadou

#### III.1 Úvod do problému

Právo akcionáře zúčastnit se valné hromady je jedním ze základních akcionářských práv a právo obchodních společností by mělo klást důraz na to, aby akcionář mohl toto své právo řádně využít. Svoje práva pak akcionář vykonává na valné hromadě zejména hlasováním o jednotlivých návrzích nebo volbou osob do jednotlivých orgánů společnosti. Samotná úprava způsobu hlasování na valné hromadě však není jediným faktorem, který ovlivňuje míru možnosti akcionáře využít svých práv. V této kapitole bych se proto rád věnoval skutečnostem souvisejícím s valnou hromadou, jejichž úprava může přispět k rozšíření prvků ochrany akcionářů. Těmito skutečnostmi jsou zejména způsob svolávání valné hromady, obsah pozvánky na ní, jednací jazyk, právo požadovat a dostat vysvětlení záležitostí týkajících se společnosti, jakož i komunikace mezi společností a akcionářem po valné hromadě.

#### III.2 Svolávání valné hromady a komunikace společnosti s akcionářem před valnou hromadou

##### III.2.1 Význam komunikace společnosti s akcionářem

Způsob komunikace společnosti s akcionářem před valnou hromadou, zejména pak způsob, jakým se valná hromada společnosti svolává, je faktor, který zásadně determinuje možnost výkonu akcionářských práv na valné hromadě. Zjednodušeně řečeno: pokud se akcionář společnosti nedozví o konání valné hromady nebo není informován o programu jednání valné hromady, těžko může svoje právo účasti a hlasování na valné hromadě vykonávat.

Způsoby svolávání valné hromady a komunikace společnosti s akcionářem jsou v zemích EU v zásadě obdobné: ve většině zemí nadále zůstávají v platnosti klasická ustanovení vyžadující oznámení o konání valné hromady v celostátním periodiku<sup>35</sup>. Bývá vyžadováno aby tato oznámení obsahovala i program jednání.

<sup>35</sup> Srov. § 184 odst. 4 obchodního zákoníku.

V současnosti je takovýto způsob komunikace s akcionáři již nevyhovující. Je třeba přiznat, že v souvislosti s rozvojem moderních technologií a také pod tlakem legislativy ES vnikly do národních právních úprav i nové požadavky, které tlačí kótované společnosti k využívání moderních komunikačních prostředků, zejména pak sítě internet. O tom bude pojednáno dále. Společné standardy pro způsob svolávání valných hromad a pro způsob komunikace společnosti s akcionáři však na úrovni ES neexistují.

Toto se však může v blízké budoucnosti změnit. DG MARKT je toho názoru, že nastal čas zajistit společné standardy pro komunikaci před valnou hromadou, aby tak bylo zajištěna informovanost akcionářů, zejména v situacích přeshraničních investic.

### **III.2.2 Lhůta pro oznámení o svolání valné hromady**

Existence dostatečně dlouhé lhůty pro oznámení o svolání valné hromady nebo lhůty pro uveřejnění pozvánky na valnou hromadu<sup>36</sup> je pro akcionáře důležité zejména proto, aby měli dostatek času přijmout informované rozhodnutí, jakým způsobem vykonávat na valné hromadě svoje práva. Na druhé straně, příliš dlouhá lhůta je nepraktická pro společnost, která potřebuje mít možnost pružně reagovat na nové okolnosti. V systémech násobně zprostředkované držby, jak budou pospány později, je existence dostatečně dlouhé lhůty nutná i z toho důvodu, že informace o svolání valné hromady obvykle putuje mezi společnostmi a akcionářem prostřednictvím řetězce zprostředkovatelů asi 3 – 4 dny. Stejný časový úsek je třeba počítat i na doručení pokynů akcionáře jeho zprostředkovateli, jak má na valné hromadě hlasovat.

Jak ukazují průzkumy mezi akcionáři, zákonodárství národních států Evropské unie většinou poskytují tyto lhůty v dostatečné délce.<sup>37</sup> Česká úprava stanovuje tuto lhůtu

---

<sup>36</sup> České obchodní právo terminologicky (nikoliv co do obsahu úpravy) rozlišuje *uveřejnění pozvánky na valnou hromadu* a *uveřejnění oznámení o svolání valné hromady*. První způsob je vlastní společnosti s akciemi na jméno a realizuje se prostřednictvím rozeslání pozvánky všem akcionářům na adresu sídla nebo bydliště uvedenou v seznamu akcionářů. Druhý způsob používají společnosti s akciemi na majitele a spočívá v oznámení způsobem uvedeným ve stanovách, nejméně však v jednom celostátně distribuovaném deníku určeném stanovami.

<sup>37</sup> Cross Border Proxy Voting, Case Studies from the 2002 Proxy Voting Season, International Corporate Governance Report, Institutional Design, London 2003, tabulka 1

na 30 dní<sup>38</sup>, stejně jako italská. V Německu činí tato lhůta 28 dní, ve Spojeném království pak 21 dní.<sup>39</sup>

V konzultačních dokumentech navrhoval DG MARKT minimální standard pro členské státy EU 21 obchodních dní<sup>40</sup> pro výroční valnou hromadu<sup>41</sup> a 10 obchodních dní pro ostatní druhy valných hromad. To bylo nakonec změněno a návrh směrnice o výkonu hlasovacích práv akcionářů tak ve svém čl. 5 odst. 1 stanoví lhůtu pro první svolání valné hromady na 30 kalendářních dní. Z absence dalšího ustanovení je pak možné dovodit, že stanovení lhůty pro svolání náhradní valné hromady je ponecháno na národních úpravách.

### III.2.3 Obsah pozvánky na valnou hromadu

Český ObchZ stanoví ve svém § 184 odst. 5, že pozvánka na valnou hromadu nebo oznámení o konání valné hromady obsahuje alespoň následující skutečnosti:

- a) firmu a sídlo společnosti,
- b) místo, datum a hodinu konání valné hromady, *+ specified place*
- c) označení, zda se svolává řádná, mimořádná nebo náhradní valná hromada,
- d) pořad jednání valné hromady,
- e) rozhodný den k účasti na valné hromadě, pokud společnost vydala zaknihované akcie.

Na úrovni ES obsahuje ustanovení o obsahu pozvánky na valnou hromadu, resp. oznámení o konání valné hromady emitentů kótovaných akcií článek 17 transparenční směrnice<sup>42</sup>. Zde je stanoveno, že emitent poskytne informace „o

<sup>38</sup> Viz § 184 odst. 4 obchodního zákoníku.

<sup>39</sup> Jiná situace je ale například v Japonsku. Zákonná lhůta pro oznámení o svolání valné hromady zde činí pouze 14 dní. Uvážíme-li navíc, že v Japonsku existuje zvyk konat valné hromady více než 80% společností s kótovanými akciemi ve stejný den v roce, zjistíme, že investor do Japonských akcií nemá příliš klidu pro přijímání informovaných rozhodnutí.

<sup>40</sup> Lhůty většiny národních úprav jsou počítány v kalendářních dnech, konzultační materiál DG MARKT však obsahuje termín „business days“, tedy obchodní dny.

<sup>41</sup> V originále „Annual General Meeting“. Český obchodní zákoník zná pouze termíny valná hromada (§ 184 a násl.), náhradní valná hromada (§ 185 odst. 3) a mimořádná valná hromada (§ 181). Pojem „Annual General Meeting“ tedy obsahově odpovídá českému pojmu valná hromada.

<sup>42</sup> Čl. 17 transparenční směrnice významně rozvádí požadavky na obsah pozvánky, jak je uvádí čl. 65 směrnice Evropského parlamentu a Rady č. 2001/34/ES o přijetí cenných papírů ke kótování na burze

místě, času a programu schůzí, celkovém počtu akcií a hlasovacích práv a o právech držitelů účastnit se schůzí“. Dle směrnice musí být tyto údaje k dispozici v domovském státě emitenta.

Transparenční směrnice nabyla účinnosti dne 20. ledna 2005; členské státy mají povinnost transponovat její ustanovení do svých právních řádů do 20. ledna 2007. Česká republika tak zatím neučinila.

DG MARKT ve svých konzultačních dokumentech navrholo, aby se okruh informací, které musí emitent kótovaných akcií zveřejňovat, dále rozšířil. Kromě výše uvedených informací by měl emitent ještě informovat o volebních procedurách (např. způsob hlasování) a podmínkách výkonu hlasovacího práva na valné hromadě. Pozvánka by kromě toho měla obsahovat odkaz na místo, kde lze získat úplný a nezkrácený text návrhů usnesení, o nichž se bude hlasovat, a jakýchkoliv dokumentů, které se vztahují k bodům programu valné hromady.

DG MARKT vycházelo při návrhu těchto nových povinností emitenta z předpokladu, že aby se mohl akcionář informovaně rozhodovat, musí mít možnost seznámit se s návrhy usnesení a s dokumenty, které se vztahují k bodům programu valné hromady, a to v dostatečném předstihu. DG MARKT proto navrholo, aby byly tyto informace k dispozici nejméně 15 obchodních dní před konáním výroční valné hromady a nejméně 10 obchodních dní před konáním jiných valných hromad.

Na první pohled se zdá, že na emitenta kótovaných akcií by tak byly uvaleny nové povinnosti, jejichž splnění bude nejen technicky obtížné, ale i finančně nákladné. Jak však již bylo uvedeno, návrh usnesení a text dotčených dokumentů nemají být obsahem pozvánky. Součástí pozvánky by měl být pouze odkaz na místo, kde lze tyto informace získat. Tímto odkazem by mohla být pouze internetová adresa, na které je možné tyto informace „stáhnout“.

Konečný návrh směrnice o výkonu hlasovacích práv akcionářů obsahuje výslovný požadavek, aby pozvánka na valnou hromadu obsahovala následující údaje:

- (i) přesné určení místa, času a návrh programu valné hromady;

---

cenných papírů a o informacích, které k nim mají být zveřejněny; zároveň ale obsahuje klíčové hmotněprávní normy týkající se vnitřní organizace akciových společností, jak o tom bude pojednáno dále.

- (ii) jasný a přesný popis postupů, které musí akcionář dodržet, aby mu byla umožněna účast a hlasování na valné hromadě, včetně příslušného rozhodného dne;
- (iii) jasný a přesný popis prostředků, jakými se mohou akcionáři účastnit valné hromady a hlasovat na ni; alternativně pak určení, kde je možná takovou informaci obdržet;
- (iv) určení, kde a jak je možné obdržet plný, nezkrácený text usnesení a dokumentů, které se budou předkládat valné hromadě k hlasování;
- (v) určení adresy internetové stránky, kde je možné získat další informace určené v čl. 5 odst. 3.

Čl. 5 odst. 3 návrhu směrnice pak určuje další informace, které musí být emitentem zveřejněny ve lhůtě pro zveřejnění pozvánky na valnou hromadu:

- (i) pozvánka na valnou hromadu dle předchozího odstavce,
- (ii) celkové množství akcií s hlasovacími právy,
- (iii) text návrhů usnesení a dokumentů určených v předchozím odstavci,
- (iv) formulář pro potřeby korespondenčního hlasování nebo hlasování v zastoupení.

V případě těchto informací však postačí jejich uveřejnění na internetové (webové) stránce emitenta.

#### **III.2.4 Jazyk pozvánky a dalších dokumentů**

V situaci značného rozšíření přeshraničních investic nabývá na významu i otázka jazyka, ve kterém je publikována pozvánka na valnou hromadu a další dokumenty, jak jsme je uvedli výše. Akcionář, který nerozumí pozvánce a důležitým dokumentům, může jen těžko odpovědně vykonávat svoje práva. Mohlo by se tedy zdát, že by bylo spravedlivé, aby emitenti vycházeli vstříc svým zahraničním akcionářům a důležité dokumenty jim poskytovaly v překladu do cizího jazyka. Na druhou stranu je možné zastávat názor, že součástí nákladů investice do zahraničních titulů jsou i náklady na překlad potřebných dokumentů do jazyka akcionáře, a že tyto náklady by proto měly jít plně na vrub akcionáře.

Český ObchZ neobsahuje žádné ustanovení o jazyce pozvánky na valnou hromadu. Naopak ZPKT ve svém § 126 stanoví, že „pokud tento zákon vyžaduje

uveřejňování informací na území České republiky, uveřejňují se tyto informace v českém jazyce“.<sup>43</sup>

DG MARKT vyslovilo v konzultačních dokumentech názor, že by bylo vhodné, aby dokumenty vztahující se k valné hromadě společností s kótovanými akciemi byly publikovány v jazyce obvyklém v oblasti mezinárodních financí.<sup>44</sup> Nicméně uvalení této povinnosti na všechny kótované společnosti by mohlo být neadekvátní, neboť ne všechny mají významný podíl zahraničních akcionářů. DG MARKT tedy navrhoval, aby byl problém vyřešen za pomoci tzv. „opt-out“ systému: budoucí směrnice by měla stanovit povinnost všech kótovaných společností publikovat pozvánky na valnou hromadu (resp. oznámení o konání valné hromady) a všechny dokumenty, které je v souvislosti s valnou hromadou povinna zpřístupnit, také v jazyce obvyklém v oblasti mezinárodních financí, pokud valná hromada nerozhodne jinak.<sup>45</sup>

Ustanovení tohoto významu však nakonec nebylo do návrhu směrnice o výkonu hlasovacích práv akcionářů zapracováno.

Co se týče komunikace ve druhém směru, totiž od akcionáře k emitentovi, obsahuje transparenční směrnice následující ustanovení: „Členské státy umožní akcionářům (...) poskytovat informace emitentovi podle této směrnice pouze v jazyce obvyklém v oblasti mezinárodních financí. Pokud emitent obdrží takové oznámení, členské státy nesmí od emitenta vyžadovat, aby zajistil překlad do jazyka akceptovaného

---

<sup>43</sup> Je zajímavé, že právě pro případ kapitálových trhů, odmítá tento princip transparenční směrnice. V čl. 24 preambule uvádí: „Jakákoli povinnost emitenta překládat veškeré průběžné a pravidelné informace do všech příslušných jazyků ve všech členských státech, kde jsou jeho cenné papíry přijaty k obchodování, neprospívá integraci trhů cenných papírů a má odrazující vliv na přeshraniční přijímání cenných papírů k obchodování na regulovaných trzích. Proto by emitent v určitých případech měl mít právo poskytovat vypracované informace v jazyce obvyklém v oblasti mezinárodních financí.“

<sup>44</sup> Termín „jazyk obvyklý v oblasti mezinárodních financí“ používá již transparenční směrnice a dále tzv. směrnice o prospektu (směrnice Evropského parlamentu a Rady č. 2003/71/ES o prospektu, který musí být uveřejněn, jsou-li cenné papíry veřejně nabízeny nebo přijaty k obchodování). Tímto jazykem je angličtina.

<sup>45</sup> Podstatou systému „opt-out“ je stanovení obecné povinnosti, ze které se však může její adresát svým rozhodnutím vyvázat. Opakem je tzv. systém „opt-in“, kdy je určité pravidlo stanoveno jako možnost a pro adresáta se stane závadným až jestliže se pro to sám rozhodne.

příslušnými orgány.“<sup>46</sup> Ustanovení se týká pouze informací poskytovaných dle transparenční směrnice a nikoliv jakýchkoliv, nicméně jasně naznačuje směr vývoje komunikace mezi společnostmi a zahraničním akcionářem: jakékoliv povinnosti překladů do jiných jazyků, než je jazyk obvyklý v oblasti mezinárodních financí, jsou faktorem, který odrazuje od zahraničních investic a budou postupně odbourávány.

### III.2.5 Využití sítě internet

V současnosti neexistují žádné technické překážky tomu, aby emitenti využívali v komunikaci s akcionáři sítě internet. Možnost získat pozvánku na valnou hromadu a dokumenty vztahující se k programu valné hromady v elektronické podobě by zejména zahraničním akcionářům znatelně umožnila přístup k těmto dokumentům.

Jak bylo řečeno, rozvoj moderních komunikačních prostředků by se mohl a měl projevit i do právní úpravy postavení akcionářů. První kroky tohoto trendu jsou patrné již i v českém právu. Z hlediska využití sítě internet je poměrně moderní normou ZPKT, který transponuje mnohá ustanovení evropského práva kapitálových trhů<sup>47</sup>. Ten ukládá emitentům povinnost zveřejňovat určité údaje způsobem umožňujícím dálkový přístup.<sup>48</sup>

---

<sup>46</sup> Čl. 20 odst. 5 transparenční směrnice.

<sup>47</sup> Jedná se o následující předpisy:

Směrnice Rady 89/298/EHS ze dne 17. dubna 1989 o koordinaci požadavků na sestavení, kontrolu a šíření prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce převoditelných cenných papírů.

Směrnice Rady 93/6/EHS ze dne 15. března 1993 o kapitálové přiměřenosti investičních podniků a úvěrových institucí, ve znění směrnic 98/31/ES a 98/33/ES.

Směrnice Rady 93/22/EHS ze dne 10. května 1993 o investičních službách v oblasti cenných papírů, ve znění směrnic 95/26/ES, 97/9/ES a 2000/64/ES.

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 97/9/ES ze dne 3. března 1997 o systémech pro odškodnění investorů.

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 98/26/ES ze dne 19. května 1998 o neodvolatelnosti zúčtování v platebních systémech a v systémech vypořádání obchodů s cennými papíry.

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2000/12/ES ze dne 20. března 2000 týkající se přístupu k činnosti úvěrových institucí a o jejím výkonu, v části ustanovení uvedených v článku 2 odst. 2.

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2001/34/ES ze dne 28. května 2001 o přijetí cenných papírů ke kótování na burze cenných papírů a o informacích, které k nim mají být zveřejněny, ve znění směrnice 2003/6/ES.

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES ze dne 28. ledna 2003 o obchodování zasvěcených osob a tržní manipulaci (zneužívání trhu).

<sup>48</sup> Slovo „dálkový přístup“ se vyskytuje celkem v ustanoveních 21 paragrafů ZPKT.



Z hlediska tématu naší práce je třeba upozornit zejména na § 120 odst. 2 písm. a) ZPKT, který stanovuje povinnost emitenta kótovaných akcií uveřejnit způsobem umožňující dálkový přístup každou informaci o svolání valné hromady. Tím je tedy dána povinnost emitenta zveřejňovat oznámení o konání valné hromady na své internetové (webové) stránce.

V důsledku existence směrnice o zneužívání trhu, kterou již transponovaly všechny členské státy EU (v našem případě se tak stalo přijetím ZPKT), mají v současné době všechny společnosti s kótovanými akciemi v EU vlastní internetové (webové) stránky. Jakékoliv další požadavky na uveřejňování určitých materiálů na těchto stránkách proto již nutně neznamenají zvýšené náklady pro emitenty.

Dalším krokem směřujícím k rozšíření požadavku na využití elektronických prostředků při komunikaci s klientem je čl. 17 odst. 3 Transparenční směrnice. Toto ustanovení se však netýká rozsahu informací, které musí emitent akcionáři poskytovat, ale formy, jakou může emitent pro předávání informací akcionářům zvolit. Dle ustanovení Transparenční směrnice může emitent předávat akcionářům informace elektronickou cestou za předpokladu splnění následujících podmínek:

- (i) o tomto způsobu předávání informací akcionářům rozhodne vlná hromada,
- (ii) využití elektronické formy komunikace nebude činěno závislým na místě bydliště či sídla akcionáře,
- (iii) budou učiněna odpovídající identifikační opatření,
- (iv) akcionáři budou písemně kontaktováni ve věci vyžádání jejich souhlasu k použití elektronických prostředků pro předávání informací – pokud v přiměřené lhůtě nepodají námitku, bude se mít za to, že souhlasí<sup>49</sup>,
- (v) rozdělení nákladů spojených s předáváním informací elektronickou formou provede emitent v souladu se zásadou rovného zacházení s akcionáři.

Je tedy zřejmé, že povinnost emitenta uveřejnit způsobem umožňující dálkový přístup každou informaci o svolání valné hromady je již v evropském právu – a zprostředkovaně v národních úpravách členských států EU – zakotvena, a to i

---

<sup>49</sup> Kdykoliv v budoucnu však mohou tento souhlas odvolat a vyžádat si předávání informací písemnou cestou.

v případě, že se společnost nerozhodne pro poskytování informací akcionářům elektronickou cestou, jak to umožňuje transparenční směrnice. Jak však bylo ukázáno již výše, návrh směrnice o výkonu hlasovacích práv akcionářů povinnost emitentů využívat sítě internet ještě prohlubuje.

V souvislosti s rozšiřováním okruhu informací, které mají být publikovány na internetové stránce emitentů na základě ustanovení práva obchodních společností nebo práva kapitálových trhů, Evropská skupina pokládá za vhodné, aby byly veškeré tyto informace soustředěny ve specifické sekci internetové stránky emitenta. Doporučuje také, aby tato sekce obsahovala odkazy na veřejné rejstříky obsahující informace o emitentovi.<sup>50</sup>

### **III.3 Komunikace emitenta s akcionářem po skončení valné hromady**

Určitá komunikace mezi emitentem a akcionářem ve vztahu k valné hromadě by měla probíhat i po jejím skončení. Ostatně to stanoví i ObchZ ve svém § 189. Podle tohoto ustanovení vyhotoví představenstvo zápis o valné hromadě do 30 dnů od jejího ukončení. Tyto zápisy musí společnost uchovávat po celou dobu své existence. Každý akcionář pak může požádat představenstvo společnosti o vydání kopie zápisu. Pokud stanovy společnosti neurčí něco jiného, pořizuje se kopie zápisu nebo jeho části na náklady akcionáře, který o její vydání žádá.

Opět se tedy setkáváme s ustanovením které je principiálně správné (povinnost informovat akcionáře o průběhu konání valné hromady), pro situaci zahraničního akcionáře společnosti s akciemi kótovanými na oficiálních trzích ale poměrně nepraktické. Dle tohoto ustanovení by musel akcionář např. z USA uhradit pořízení kopie zápisu z valné hromady a jeho zaslání přes oceán. Takový způsob je náročný buď časově (použití běžných poštovních služeb) anebo finančně (použití kurýrní služby). Pro obě strany to je navíc zbytečně komplikované. I do způsobu komunikace mezi společností s akcionářem po skončení valné hromady by měl být dle mého názoru vnesen prvek využití moderních technologií.

---

<sup>50</sup> Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law Experts in Europe, Brussels 2002, str. 38

Účastníci průzkumu iniciovaného DG MARKT uvedli, že po skončení valné hromady by měly povinně být všem akcionářům k dispozici výsledky hlasování a zápis z valné hromady, a to i způsobem umožňujícím dálkový přístup<sup>51</sup>.

Elektronický přístup k zápisům z valné hromady v případě společností s kótovanými akciemi je na místě právě kvůli velkému počtu zahraničních akcionářů a kvůli tomu, že mnoho akcionářů volí možnost distanční formy hlasování a valné hromady se tak osobně nezúčastní.

DG MARKT proto v konzultačních dokumentech navrhl následující úpravu:

- (i) Ve lhůtě, která nepřekročí jeden měsíc od konání valné hromady, zpřístupní emitent všem akcionářům informace o výsledcích všech hlasování, které na valné hromadě proběhly.
- (ii) Tyto informace, které pro každé usnesení obsahují počet hlasujících, počet hlasujících akcií, poměr a počet hlasů pro nebo proti návrhu a poměr a počet hlasů, které se zdržely, budou uveřejněny na webové stránce emitenta.

V návrhu Směrnice pak byla tato lhůta zkrácena na 15 kalendářních dní po skončení valné hromady. Kromě toho byla také zjednodušena struktura povinně poskytované informace. Výsledky hlasování by měly být uváděny nejméně v následující podobě: celkový počet akcií, kterými bylo hlasováno, procento hlasů pro návrh a procentu hlasů proti návrhu.

### **III.4 Právo požadovat a obdržet vysvětlení záležitostí týkajících se společnosti**

Právo požadovat vysvětlení záležitostí týkajících se společnosti a toto vysvětlení obdržet<sup>52</sup> je jedním ze základních práv akcionářů a je i jedním z předpokladů pro informované uplatnění práva hlasovat na valné úpravě. Český ObchZ dává toto

---

<sup>51</sup> Synthesis of the Comments on the Consultation Document of the Services of the Internal Market Directorate General „Fostering an Appropriate Regime for Shareholders Rights“, European Commission – Internal Market Directorate General, Brussels 2005, str. 14

<sup>52</sup> V anglický psaných textech se používá pojem „right to ask questions“, tedy „právo pokládat otázky“.

právo do přímé souvislosti s valnou hromadou, když stanoví, že „akcionář je oprávněn účastnit se valné hromady, hlasovat na ní, má právo požadovat a dostat na ní vysvětlení záležitostí týkajících se společnosti, je-li takové vysvětlení potřebné pro posouzení předmětu jednání valné hromady“ (§ 180 odst. 1).

Úprava práva požadovat a obdržet vysvětlení záležitostí týkajících se společnosti je v EU zatím plně ponechána národním právním řádům. V některých zemích bývá toto právo zneužíváno k obstrukcím při jednání valné hromady. Z tohoto důvodu obsahují mnohé úpravy různá omezení výkonu tohoto práva.

DG MARKT vyslovil v Konzultačních dokumentech domněnku, že minimální standard úpravy výkonu tohoto práva by měla obsahovat budoucí směrnice o ochraně akcionářů. Za tímto účelem navrhlo přijetí pravidla, které stanoví, že „akcionáři mají právo klást otázky přinejmenším písemně před valnou hromadou a obdržet odpovědi na své otázky. Odpovědi na otázky akcionářů na valné hromadě budou zpřístupněny všem akcionářům.“<sup>53</sup>

Problematika práva požadovat a obdržet vysvětlení byla zahrnuta do čl. 9 návrhu směrnice o výkonu hlasovacích práv akcionářů. Odst. 1 čl. 9 stanoví, že akcionáři mají právo pokládat otázky ústně na valné hromadě a/nebo písemně nebo elektronickou formou v předstihu před valnou hromadou. I v tomto případě se počítá se zpřístupněním odpovědí na otázky všem akcionářům na internetových stránkách emitenta. Zveřejnění odpovědí v sekci „Často kladené otázky“ pak má za následek splnění povinnosti odpovědět na dotaz i ve vztahu k budoucím dotazům.

Ustanovením o zpřístupnění odpovědí všem akcionářům se bezesporu sleduje jak zájem akcionářů na informovanosti o dění ve společnosti, tak zájem orgánů společnosti na minimalizaci nákladů při plnění této povinnosti. Stejný cíl by pak dle mého názoru měl být i sledován ustanovením, které by umožnilo jak klást otázky tak poskytnout odpověď elektronickou cestou.

### III.5 Ostatní

Svým charakterem do této kapitoly patří i mnohé další instituty ochrany práv akcionářů v souvislosti s valnou hromadou. Jako příklad je možno uvést oprávnění

---

<sup>53</sup> Fostering an Appropriate Regime for Shareholder's Rights. Second consultation by the Services of the Internal Market Directorate General, European Commission – Internal Market Directorate General, Brussels 2005, str. 13

zařadit určitou záležitost na pořad jednání valné hromady, svolat mimořádnou valnou hromadu nebo právo zablokovat na valné hromadě přijetí určitých rozhodnutí.

Zde se však již jedná o nástroje klasicky chápané akciové minority, jejichž existence se neváže na rozvoj moderních komunikačních prostředků. Tyto nástroje sloužící k ochraně akciové minority si i nadále ponechávají svoji důležitost, jejich rozbor by však přesáhl možnosti této práce.

## **IV. Výkon práv na valné hromadě bez fyzické přítomnosti na valné hromadě**

### **IV.1 Úvod do problému**

Účast na valné hromadě obchodní společnosti je tradičně chápána jako osobní účast akcionáře v místě konání valné hromady. Právní řády však znají institut výkonu práva v zastoupení, který nutnost osobní účasti prolamuje. Jak již bylo ukázáno výše, v současné době roste nutnost vyřešit problém daný faktem, že pro mnoho akcionářů již bývá technicky téměř nemožné fyzicky se valné hromady zúčastnit. Je třeba zjistit jaké možnosti výkonu hlasovacího práva bez osobní účasti na valné hromadě nabízejí současné právní úpravy a jaké jiné přicházejí v úvahu s ohledem na rozvoj moderních komunikačních prostředků.

Výkon práv na valné hromadě bez nutnosti fyzické přítomnosti na ní je možné zajistit v zásadě dvěma způsoby: přímým výkonem práv (zejména hlasovacího práva) „na dálku“ (tj. účast na valné hromadě prostřednictvím internetu), nebo prostřednictvím pokynů k hlasování či plné moci udělených jiné osobě za účelem výkonu práv na valné hromadě.

### **IV.2 Hlasování v zastoupení**

#### **IV.2.1 Plná moc**

Jednou z možností, kterou právní řád v současnosti využívají, je zastoupení akcionáře jinou osobou jednající jménem zastoupeného, tedy zastoupení na základě plné moci. Domnívám se, že se jedná o minimum toho, co může právo nabídnout jako reakci na současnou situaci v kótovaných společnostech.

Toto umožňuje i český ObchZ, který v ust. § 184 odst. 1 stanoví, že akcionář se zúčastňuje valné hromady osobně anebo v zastoupení na základě písemné plné moci. V tomto ustanovení je zavedena i legislativní zkratka „přítomný akcionář“. Za přítomného akcionáře se považuje jak akcionář přítomný osobně, tak akcionář zastoupený jinou osobou. Ustanovení dále zapovídá, aby zástupcem akcionáře byl člen představenstva nebo dozorčí rady společnosti. Účelem tohoto pravidla je zabránit zneužití postavení orgány společnosti.

Výslovné ustanovení povolující zastoupení akcionáře jinou osobou bylo do ObchZ vloženo novelou z roku 1996<sup>54</sup>. Předchozí absence této výslovné úpravy vedla k pochybnostem o tom, zda je zastoupení na valné hromadě vůbec možné. Jedná se o plnou moc hmotněprávní, opravňující zmocněnce k výkonu všech práv, která akcionáři na valné hromadě náleží. Jak dovodil Nejvyšší soud ČR, „výkon práv akcionáře podle § 180 ObchZ není právním úkonem podle § 34 ObčZ. Nejedná se proto o plnou moc k zastoupení při právním úkonu (§ 31 odst. 1 ObčZ), ale o plnou moc k výkonu práva. Výslovná úprava v ustanovení § 184 odst. 1 ObchZ, v rozhodném znění, odstraňuje veškeré předchozí pochybnosti o možnosti zastoupení akcionáře na valné hromadě. Protože ObčZ nemá (kromě zcela obecného ustanovení § 22) bližší úpravu pro zastupování při jednání, které není právním úkonem, je třeba použít úpravu nejbližší.“<sup>55</sup> Touto nejbližší úpravou je ustanovení § 31 a násl. ObčZ. Oprávnění jednat za jiného tedy vzniká na základě dohody o plné moci a udělením plné moci se toto oprávnění osvědčuje. Tolik tedy česká realita.

V jednotlivých zemích EU se úprava zastoupení akcionáře na valné hromadě<sup>56</sup> značně liší. V situaci vysoké míry přeshraničních investic je tento fakt možné pokládat za handicap. Například v některých zemích musí plná moc obsahovat pokyny pro hlasování k jednotlivým bodům programu valné hromady. V takových případech pak často nebývá omezen okruh osob, kterým může být plná moc udělena. Jiné právní úpravy na druhou stranu nevyžadují, aby součástí plné moci byly i instrukce k hlasování o návrzích jednotlivých usnesení, omezují ale okruh osob, kterým může být plná moc udělena. Některé státy také upravují tzv. „blank proxy“, tedy blanketní plné moci. Za ty jsou považovány buď plné moci bez vyplněných volebních instrukcí anebo bez jmenované osoby zástupce akcionáře.

Vzhledem k tomu, že hlasování prostřednictvím zástupce, je možné považovat za skutečnost usnadňující výkon hlasovacích práv zahraničních akcionářů, a přispívá tak k naplňování zásady rovného zacházení s akcionáři, dotkla se této otázky již i EU, a to ve své transparenční směrnici. Ustanovení čl. 17 odst. 2 transparenční

---

<sup>54</sup> Zákon č. 142/1996 Sb., kterým se mění a doplňuje zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů, a mění zákon č. 99/1963 Sb., občanský soudní řád, ve znění pozdějších předpisů

<sup>55</sup> Jc 234/2002 29 Odo 2 215/2002

<sup>56</sup> V anglické literatuře se používá jednoduchý pojem „proxy voting“, tedy „hlasování v zastoupení“.

směrnice stanoví, že „akcionářům nebude bráněno ve výkonu jejich práv zástupcem na základě plné moci, při dodržení právních předpisů země, ve které je emitent zapsán v obchodním rejstříku.“

Transparenční směrnice tedy na evropské úrovni stanovuje dvě pravidla zastoupení akcionáře na valné hromadě:

- (i) toto zastoupení musí být umožněno ve všech státech,
- (ii) úprava jeho výkonu ponechána národním právním řádům.

Kromě toho stanoví, že emitent poskytne spolu s pozvánkou na valnou hromadu (nebo na vyžádání po oznámení svolání valné hromady) osobám oprávněným hlasovat na valné hromadě formulář plné moci v písemné nebo elektronické podobě, je-li to možné.<sup>57</sup>

Různorodost jednotlivých národních právních úprav tím tedy nebyla nijak dotčena.

#### **IV.2.2 Překážky většího využití hlasování v zastoupení**

Je možno předpokládat, že odstranění nejednotnosti v požadavcích jednotlivých národních právních řádů na náležitosti plné moci, by přispělo k prostředí více příznivému pro přeshraniční kapitálové investice a k posílení ochrany zahraničních akcionářů. Kromě této nejednotnosti shledává v DG MARKT v Konzultačních dokumentech problém ve skutečnosti, že některé právní řády vyžadují pro udělení plné moci pro výkon hlasovacího práva na valné hromadě splnění příliš složitých nebo zbytečných (a tím odrazujících) podmínek. Za překážky efektivního využívání hlasování v zastoupení považuje DG MARKT následující ustanovení právních řádů členských zemí EU:

- (i) **Omezení počtu akcionářů**, které může zastupovat jedna osoba, nebo **omezení okruhu osob**, které mohou být zastupováním pověřeny. V této souvislosti je třeba zmínit např. § 184 odst. 1 českého ObchZ, který zapovídá, aby zástupcem akcionáře byl člen představenstva nebo dozorcí rady společnosti. Podobná ustanovení obsahují o právní úpravy i v jiných státech EU, např. v Itálii. Naopak v Německu nebo ve Velké Británii je možné pověřit zastupováním i členy orgánů společnosti.

---

<sup>57</sup> Čl. 17 odst. 2 písm. b) transparenční směrnice. Nepříliš povedený překlad tohoto ustanovení směrnice do češtiny našťěstí nezměnil jeho smysl.



- (ii) **Formální požadavky na plnou moc.** Některé státy vyžadují například úřední ověření podpisu na plné moci, popřípadě nezakazují společnostem, aby toto požadovaly ve svých stanovách<sup>58</sup>. Jiné vyžadují prostou písemnou plnou moc, která ale musí být opatřena vlastnoručním podpisem akcionáře<sup>59</sup>. Ačkoli nám to může připadat jako přirozené, DG MARKT se přiklonilo k názoru, že v současné době elektronické komunikace se již může jednat o přežitek, zvláště s ohledem na přeshraniční situace. Například v Německu a ve Velké Británii je však již udělení plné moci elektronickou cestou možné.
- (iii) **Obsahové požadavky na plnou moc.** Do této kategorie patří výše zmíněná skutečnost, že některé právní řády vyžadují, aby plná moc obsahovala hlasovací pokyny ke všem bodům programu valné hromady. V jiných právních úpravách naopak postačuje obecné zmocnění k zastupování.
- (iv) **Omezení práv zástupců.** V některých právních řádech nemají zástupci akcionářů na valné hromadě stejná práva jako akcionáři zúčastnění osobně. Některé členské státy EU např. těmto zástupcům nepřiznávají právo vystupovat na jednání valné hromady s příspěvkem, anebo stanoví, že v případě určitých hlasování se k hlasům zástupců nepřihlíží.
- (v) **Sbírání plných mocí před valnou hromadou.** Je přirozené, že před začátkem jednání valné hromady je třeba vybrat plné moci osob, které se dostavily v zastoupení akcionářů, za účelem jejich ověření. Například český ObchZ požaduje, aby se přítomní akcionáři<sup>60</sup> zapsali do listiny přítomných. Ačkoliv to zákon výslovně nestanoví, je třeba dovodit, že pro zápis akcionáře, který je zastoupen jinou osobou na základě plné moci, je třeba ověřit plnou moc zástupce. Správnost listiny potvrzují svým podpisem předseda valné hromady a zapisovatel.<sup>61</sup> V některých členských státech provádí toto ověřování orgány společnosti. V případech, kdy je vyžadováno, aby součástí plné moci byly i pokyny

---

<sup>58</sup> Toto je případ i České republiky.

<sup>59</sup> DG MARKT používá terminologii „wet signature“, doslova přeloženo „mokřý podpis“.

<sup>60</sup> V souladu s ust. § 184 odst. 1 ObchZ se považuje za přítomného akcionáře i akcionář, který je zastoupen jinou osobou na základě plné moci.

<sup>61</sup> Podrobněji o listině přítomných viz § 185 odst. 2 ObchZ.

k hlasování, však může tento způsob ověřování plné moci neúměrně zvýhodnit orgány společnosti, neboť tak mohou získat informace o způsobu hlasování jednotlivých akcionářů. Jak uvidíme níže, je v některých zemích možné pověřit výkonem akcionářských práv na valné hromadě přímo orgán společnosti, resp. jeho členy, pokud plná moc obsahuje volební instrukce. DG MARKT se domnívá, že ani v takovém případě není vhodné, aby se členové orgánů společnosti dověděli o obsahu plných mocí před valnou hromadou.

#### **IV.2.3 Nově navrhovaná úprava**

DG MARKT považuje úpravu hlasování v zastoupení na evropské úrovni za zásadní krok, který usnadní akcionářům výkon hlasovacího práva. Z toho důvodu v Konzultačních dokumentech navrhovalo šest základních pravidel, která by měl do určité míry sjednotit na úrovni EU úpravu zastupování na valné hromadě společnosti s kótovanými akciemi. Tato pravidla můžeme stručně shrnout takto:

- (i) Každý akcionář má právo zmocnit jinou fyzickou nebo právnickou osobu, aby jednala na valné hromadě jeho jménem.
- (ii) Pro osobu zmocněnce nebudou platit jiná omezení nebo jiné nároky než je způsobilost k právním úkonům osoby. Zejména nebudou uplatňována omezení, které osoby mohou být zmocněny, ani nebude omezen počet zmocnění, která může jedna osoba vykonávat.
- (iii) Akcionářům nemůže být bráněno jmenovat zástupce elektronickými prostředky.
- (iv) Zástupci akcionářů požívají stejného práva vystupovat na jednání valné hromady s příspěvky nebo požadovat vysvětlení jako mají akcionáři, které zastupují.
- (v) Emitenti nemohou shromažďovat plné moci v předstihu před valnou hromadou, ale tímto shromážděním pověří třetí nezávislou stranu.
- (vi) Všechny hlasy odevzdané v rámci hlasování o jakémkoliv usnesení valné hromady se započítávají bez ohledu na způsob výkonu hlasovacího práva.

Kromě toho v konzultačních dokumentech navrhoval DG MARKT, aby byla upravena tzv. „evropská plná moc“, tedy jednotná podoba plné moci pro všechny země EU. Jednalo by se o formulář, který by byl akceptován jako plná moc pro

zastoupení na valné hromadě všech společností s kótovanými akciemi se dílem v členském státu EU. Tento jednotný formulář by existoval vedle dosavadních „národních plných mocí“, jejichž platnost by jeho existencí nebyla nijak dotčena. Existence jednotné evropské plné moci by byla praktická zejména pro investory vlastníci akcie společností z různých členských států EU.

Tato pravidla byla zapracována i do konečného návrhu směrnice o výkonu hlasovacích práv akcionáři, byť s určitými změnami. Zejména bylo zachováno právo akcionáře zmocnit jakoukoliv jinou právnickou nebo fyzickou osobu k zastupování na valné hromadě. Členským státům je výslovně zakázáno zavádět pro osobu zástupce jiná omezení, než je jeho způsobilost k právním úkonům. Na druhou stranu ale návrh směrnice umožňuje členským státům omezit některým zmocněncům možnost jednat dle vlastního uvážení (tedy bez pokynů akcionáře). Jedná se o osoby, které:

- (i) mají obchodní, rodinný nebo jiný blízký vztah k emitentovi,
- (ii) jsou ovládající osobou ve vztahu k emitentovi,
- (iii) jsou členy výkonných orgánů emitenta nebo ovládající osoby.

Tyto osoby, jsou-li zmocněnci akcionářů, smí jednat tedy pouze na základě pokynů k hlasování.

Návrh směrnice určuje, že akcionář může jmenovat pouze jednoho zmocněnce.

Dle návrhu směrnice smí být zmocněnec zmocněn k zastupování na valné hromadě více akcionáři, a to bez omezení počtu akcionářů, které takto zastupuje. V takovém případě mu však musí být umožněno, aby mohl hlasovat svými hlasy i rozděleně (tj. některými pro návrh, jinými proti návrhu) v závislosti na pokynech osob, které zastupuje.<sup>62</sup>

Návrh směrnice se v čl. 11 také dotýká způsobu jmenování zmocněnce (tedy požadovaným náležitostem plné moci). Stanoví, že jmenování zmocněnce, stejně jako udělení pokynů k hlasování, nesmí podléhat jiným pravidlům než těm, která jsou nezbytně nutná pro identifikaci akcionáře a zmocněnce. Zmocnění může být dle návrhu směrnice také uděleno elektronickými prostředky.

---

<sup>62</sup> Toto však již vyplývá ze samé podstaty zastoupení, neboť zmocněnec nejedná svým jménem ale jménem zmocnitele.

Ustanovení o zavedení „evropské plné moci“ však nebylo do návrhu směrnice zapracováno.

#### **IV.2.4 Členové orgánů společnosti jako zmocněnci akcionářů**

Zastavme se ale nyní na chvíli u ryze praktické otázky: vžijme se do pozice finského akcionáře vlastníka akcie portugalského emitenta. Koho má tento akcionář zplnomocnit k zastupování na valné hromadě společnosti? S největší pravděpodobností nemá běžný finský investor v Portugalsku obchodního partnera nebo známého, kterému by důvěřoval a svěřil výkon svých práv. Další možností je využít služeb zprostředkovatele, jehož prostřednictvím akcie drží, anebo nějaké banky. Jinou možností nabízejí různá sdružení zastupující zájmy akcionářů. Ve všech případech se ale jedná pro akcionáře o cizí subjekty, které osobně nezná.

Naproti tomu společnost, jejíž akcie vlastní, alespoň trochu zná. Co tedy brání tomu, aby jako zmocněnec vystupovali členové orgánů společnosti? Důvodem, proč např. český ObchZ toto neumožňuje, je obava z možného zneužití takového výkonu práva. Tato obava je jistě na místě v případě, kdy plná moc neobsahuje žádné pokyny k hlasování. Právní úpravy v zemích, které umožňují, aby zástupcem byl orgán společnosti, resp. jeho člen, zároveň stanoví, že takový zástupce může hlasovat pouze na základě výslovné hlasovací instrukce, kterou obsahuje plná moc<sup>63</sup>. Takové zastoupení je možné již několik let v Německu.<sup>64</sup> Je však třeba poznamenat, že ani zde není právní obcí jednoznačně přijímáno, že se jedná o dobré řešení. Obavy z toho, že představenstvo je v podstatě při výkonu takového zastoupení ve střetu zájmů, nadále přetrvávají.<sup>65</sup>

U příkladu Německa můžeme ještě chvíli zůstat. Jak bylo již uvedeno, je podle německého zákona možné zmocnit zástupce elektronickou formou, a to buď prostřednictvím e-mailu anebo prostřednictvím internetového formuláře<sup>66</sup>. V praxi je

---

<sup>63</sup> Na tomto místě je vhodné poukázat na to, že ani představenstvo ani dozorčí rada společnosti nemají právní subjektivitu a nemohou být tedy zmocněnci z plné moci, jak ji chápe náš občanský zákoník v § 31 a násl. To ale neznamená, že není možné právně upravit způsob, jak by tyto orgány vykonávaly zastoupení akcionáře.

<sup>64</sup> Viz § 134 odst. 3 věta 3 AktG

<sup>65</sup> Viz Noack, U.: Hauptversammlung und Internet: Information – Kommunikation – Entscheidung, Institut für Unternehmensrecht, Heinrich-Heine-Universität, Düsseldorf 2004, str. 21

<sup>66</sup> § 134 odst. 3 věta 2 AktG

pak technická stránka identifikace osob udělujících zmocnění je obdobná jako v případě on-line bankovníctví.

Osobně se domnívám, že kombinace možnosti udělení plné moci elektronickou formou s možností zmocnit k hlasování na valné hromadě orgány společnosti, je zásadním řešením, které může pomoci obnovit vztah mezi drobným akcionářem a emitentem jím vlastněných akcií. Uvedená analogie s on-line bankovníctvím je nasnadě. Realizace práva podílet se na řízení společnosti by mohla být ze strany drobného akcionáře uplatňována následujícím způsobem:

Po té, co akcionář zakoupí akcie, bude moci požádat<sup>67</sup> emitenta těchto akcií k přidělení přístupového hesla nebo elektronického podpisu nebo jiného ověřovacího mechanismu, který mu umožní vstup na sekci webových stránek emitenta určenou pouze akcionářům. V této sekci by měly být k dispozici v elektronické podobě všechny dokumenty vyžadované zákonem. V okamžiku uveřejnění pozvánky na valnou hromadu by byl na webových stránkách emitenta k dispozici i prázdný formulář plné moci k hlasování na valné hromadě. Tato plná moc by samozřejmě obsahovala pokyny k hlasování o jednotlivých usneseních. Akcionář by mohl formulář vyplnit pohodlně on-line a kliknutím myši odeslat společnosti.

Akcionář by se pak již nemusel zúčastnit valné hromady. Jeho volební pokyny by zde prováděly orgány společnosti, resp. členové těchto orgánů.

### **IV.3 Korespondenční hlasování**

Další možností, jak může zasáhnout akcionář do hlasování na valné hromadě bez toho aniž by byl jednání osobně přítomen, je korespondenční hlasování. Jeho podstatou je zaslání hlasu prostřednictvím pošty nebo elektronickými prostředky. Některé národní úpravy korespondenčního hlasování umožňují. Jak uvádí důvodová zpráva návrhu směrnice o výkonu hlasovacích práv akcionáři, korespondenční hlasování bývá často nejlevnější a nejjednodušší cestou, jak umožnit akcionáři hlasovat na valné hromadě bez toho, aniž by se jí fyzicky zúčastnil.

---

<sup>67</sup> Domnívám se, že je třeba ponechat iniciativu na straně akcionáře. Ne všichni budou mít v úmyslu akcionářská práva vykonávat.

Návrh směrnice proto – ve shodě s předcházejícími konzultačními dokumenty – obsahuje i ustanovení týkající se korespondenčního hlasování. Ustanovení čl. 12 návrhu směrnice přináší dvě pravidla:

- (i) povinnost členských států zajistit právo akcionářů společností s kótovanými akciemi hlasovat prostřednictvím poštovních služeb v předstihu před konáním valné hromady v souladu s pravidly, které zaručí identifikaci akcionářů,
- (ii) povinnost členských států odstranit a zakázat veškeré překážky, které brání výkonu práva hlasovat elektronickými prostředky akcionáři, kteří nejsou fyzicky přítomni na valné hromadě; výjimkou jsou pak opět překážky, jejichž cílem je zajistit identifikaci akcionářů a bezpečnost elektronické komunikace, pokud jsou přiměřené tomuto cíli.

Osobně se domnívám, že mezi korespondenčním hlasováním a možností zmocnit orgán společnosti k výkonu hlasovacího práva prostřednictvím hlasovacích pokynů, není žádný podstatný rozdíl. Výsledek obou procedur je totožný: možnost akcionáře hlasovat na valné hromadě bez fyzické přítomnosti na ní.

Rozdíl pak spočívá v některých detailech technické realizace, jejichž rozbor však překračuje rámec této práce.

#### **IV.4 Přímá elektronická účast na valné hromadě**

Jak hlasování prostřednictvím zmocněnce tak korespondenční hlasování jsou formami distančního výkonu hlasovacího práva. Obě tyto formy ale mlčky předpokládají konání klasické valné hromady, která se koná v určitém čase na určitém místě za fyzické přítomnosti alespoň některých akcionářů, resp. jejich zástupců.

Technické možnosti dnešní doby však nabízejí více. Z technického hlediska by již dnes neměl být velký problém uspořádat valnou hromadu např. formou videokonference, tj. prostřednictvím zařízení umožňujících přenos obrazu a zvuku. Tak by byla valná hromada oproštěna od konkrétního místa konání.

Názny tohoto vývoje můžeme vysledovat například ve Spolkové republice Německo. Pokud tak určí stanovy akciové společnosti, může být jednání valné

hromady přenášeno prostřednictvím audiovizuálního přenosu<sup>68</sup>. Stejné pravidlo se uplatňuje i v případě jednání představenstva a dozorčí rady společnosti.

Od roku 2002 tak společnosti Deutsche Telekom a Allianz umožňují audiovizuální přenos jednání svých valných hromad prostřednictvím internetu. Akcionáři na valné hromadě osobně nepřítomní tak mohli sledovat jednání valné hromady v přímém přenosu a společnosti jim dokonce umožnili sdělovat hlasovací pokyny svým zástupcům na valné hromadě až do okamžiku vyhlášení hlasování. Jednalo se tedy o jakousi kombinaci pasivního sledování přímého přenosu a využití hlasování v zastoupení. Můžeme však říci, že akcionáři byli na valné hromadě téměř virtuálně přítomni.<sup>69</sup>

Ve Francii, Švýcarsku a Švédsku byly také v praxi vyzkoušeny valné hromady, které se konaly paralelně na několika místech země propojených audiovizuálním přenosem. Akcionáři z různých částí země si tak mohli vybrat pro účast na valné hromadě místo, které jim nejvíce vyhovuje.

Přestože se tedy již některé akciové společnosti pokoušejí uvést do praxe tyto nejmodernější způsoby konání valné hromady, je ztěžší představitelné, že by se tato praxe v blízké budoucnosti masověji rozšířila. Také proto, že zajištění takové akce může být technicky a finančně náročné.

Evropská skupina se domnívá, že EU by měla zajistit, aby požadavky práva obchodních společností jednotlivých členských států neznemožňovaly přímou elektronickou účast na valné hromadě. Rozvoj technologií, skrze které mohou akcionáři komunikovat s orgány společnosti bez nutnosti fyzického kontaktu, mohou také vést k úvahám, zda je vůbec ještě nutné pořádat klasické valné hromady s fyzickou účastí akcionářů. Odpověď na tuto otázku ponechává Evropská skupina na jednotlivých členských státech. Upozorňuje však na to, že jakékoliv rozhodnutí společnosti o opuštění klasické formy pořádání valné hromady – pokud by zákon něco takového umožňoval –, by mělo být vždy přijímáno vysokou kvalifikovanou většinou.

I dle názoru DG MARKT by neměla být zavedena na evropské úrovni povinnost společností s kótovanými akciemi umožnit svým akcionářům přímou elektronickou

---

<sup>68</sup> Viz § 129 odst. 1 a § 118 odst. 3 AktG

<sup>69</sup> Podrobněji viz Noack, U.: Hauptversammlung und Internet: Information – Kommunikation – Entscheidung, Institut für Unternehmensrecht, Heinrich-Heine-Universität, Düsseldorf 2004, str. 15

účast na valné hromadě, ať už prostřednictvím audiovizuálního přenosu nebo jiným způsobem. Na druhou stranu by ale státy měly odstranit všechny právní překážky, které tomuto brání.

Z této myšlenky vychází i návrh směrnice o výkonu hlasovacích práv akcionáři. Účasti na valné hromadě prostřednictvím elektronických komunikačních prostředků se věnuje pouze krátké ustanovení čl. 8, dle kterého členské státy nezakáží účast akcionářů na valné hromadě skrze elektronické prostředky. Požadavky a nároky jednotlivých právních řádů, které plní nebo by mohly plnit roli bariéry účasti na valné hromadě skrze elektronické prostředky, tento návrh směrnice zakazuje, s výjimkou těch, jež jsou nutné pro zajištění identifikace akcionářů a bezpečnosti elektronické komunikace.

Cílem EK tedy je na evropské úrovni odstranit veškeré překážky, které brání emitentům umožnit svým akcionářům účast na valné hromadě skrze prostředky dálkové komunikace; zároveň však nevyvíjí žádný tlak směrem k hojnějšímu využití této možnosti.



## V. Přeshraniční prvek

### V.1 Úvod do problému

Investoři do kótovaných akcií se v současnosti potýkají s právními a technickými problémy zejména pokud jsou rezidenty jiného státu než emitent. V současnosti drží investoři akcie obvykle prostřednictvím zprostředkovatelů, jak bude ukázáno dále. V případě přeshraničních investic se však jedná o celé řetězy zprostředkovatelů. Existence takových řetězců zprostředkovatelů pak vyvolává problémy jednak v určení osoby oprávněné vykonávat práva příslušející akcionáři a pak také v případě komunikace mezi emitentem a koncovým investorem.

Jak uvádí Evropská skupina, je ve skutečnosti pro většinu investorů v rámci přeshraničních investic buď velmi obtížné anebo prakticky nemožné vykonávat práva spojená s vlastnictvím akcie. Tento problém je navíc umocněn tím, že – jak již bylo ukázáno – míra přeshraničních investic vzrůstá. Z těchto důvodů se Evropská skupina domnívá, že by v legislativní činnosti ES měla být věnována zvláštní pozornost o odstranění překážek přeshraničních aktivit.<sup>70</sup>

### V.2 Systém zprostředkované držby akcií

Již na několika místech práce bylo zmíněno, že většina evropských akcií je držena prostřednictvím tzv. systému násobně zprostředkované držby. V České republice nebyl ještě tento systém držby akcií uveden do praxe, přestože ZPKT počítá se zřízením Centrálního depozitáře, který by převzal po Středisku cenných papírů evidenci zaknihovaných a imobilizovaných cenných papírů.<sup>71</sup>

Systém držby registrovaných akcií a imobilizovaných listinných akcií, který nově zavádí ZPKT je shodný se systémem, který je dnes obvyklý ve členských státech EU i v USA. Základem tohoto systému je centrální depozitář, což je právnická osoba, která zejména vede centrální evidenci zaknihovaných, resp. imobilizovaných

---

<sup>70</sup> Viz Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law Experts in Europe, Brussels 2002, str. 4

<sup>71</sup> Přechnodné ustanovení § 202 ZPKT odsouvá účinnost ustanovení ZPKT, která upravují systém zprostředkované držby akcií až na okamžik, kdy centrální depozitář převezme evidenci zaknihovaných a imobilizovaných cenných papírů vedenou Střediskem cenných papírů. Ke dni odevzdání této práce se tak zatím nestalo. Snad by k tomuto kroku mohlo dojít k 1. 1. 2007.

cenných papírů dané země. Kromě toho centrální depozitář přiděluje cenným papírům identifikační číslo ISIN a provozuje vypořádací systém.

Důležitou úlohu v systému hrají tzv. účastníci centrálního depozitáře. Jedná se o osoby, které podávají centrálnímu depozitáři příkaz k založení, zrušení nebo změně majetkových účtů, na nichž jsou cenné papíry evidovány. Tímto účastníkem mohou být pouze osoby taxativně určené § 109 odst. 2 ZPKT: banka, obchodník s cennými papíry, investiční společnost, organizátor regulovaného trhu, zahraniční osoba s obdobným předmětem činnosti jako tyto vyjmenované osoby, zahraniční centrální depozitář, Česká republika jednajícím prostřednictvím ministerstva, Česká konsolidační agentura, Česká národní banka, centrální banka jiného státu a Evropská centrální banka.

Cenné papíry eviduje centrální depozitář na tzv. majetkových účtech. Ty mohou být vedeny jako vlastnické účty nebo jako účty zákazníků. Majetkový účet je veden pro osobu, která je vlastníkem investičních nástrojů na něm evidovaných; naopak zákaznický účet je veden pro osobu, která není vlastníkem investičních nástrojů na účtu evidovaných. Těmito osobami jsou zejména účastníci centrálního depozitáře, ale i další osoby<sup>72</sup>, pro účely naší práce je budeme nadále nazývat zprostředkovateli<sup>73</sup>. Taková osoba pak vede vlastní evidenci navazující na evidenci cenných papírů vedenou centrálním depozitářem; tuto evidenci vede na účtech vlastníků. Majitel účtu zákazníků eviduje investiční nástroje vedené na účtu zákazníků vždy odděleně od svého majetku.

Vlastníkem investičních nástrojů evidovaných na účtu vlastníka je osoba, pro níž je účet vlastníka zřízen.

Převod vlastnictví k cenným papírům se provádí v tomto systému prostřednictvím debetování a kreditování jednotlivých účtů zákazníků a účtů vlastníků. Vzhledem

---

<sup>72</sup> Jedná se o obchodníky s cennými papíry, kteří mají v povolení uvedenou investiční službu úschova investičních nástrojů, investiční společnosti, které mají v povolení uvedenou investiční službu úschova investičních nástrojů, Českou národní banku, zahraniční osobu, jejíž předmět podnikání odpovídá činnosti osob uvedených v písmenech a) a b) a které jsou oprávněny poskytovat investiční služby v České republice, a zahraniční centrální depozitáře nebo zahraniční osoby oprávněné vést evidenci investičních nástrojů (viz § 92 odst. 3 ZPKT)

<sup>73</sup> Nejedná se o investičního zprostředkovatele, jak jej chápe ZPKT. Název zprostředkovatel jsem zvolil s ohledem na fakt, že obvyklý název pro tuto osobu je v anglických textech *securities intermediary*.

k tomu, že v případě akcií vydaných na jméno, je nutné podle ObchZ provést ještě zápis do seznamu akcionářů vedeného společností, stanoví § 156 odst. 2 ObchZ, že vydala-li společnost zaknihované akcie na jméno, mohou stanovy určit, že seznam akcionářů nahrazuje evidence zaknihovaných cenných papírů vedená podle zvláštního právního předpisu. Tím je prakticky setřen jakýkoliv rozdíl mezi zaknihovanou akcií na majitele a zaknihovanou akcií na jméno.

Jak bylo uvedeno, výše popsaný systém zprostředkované držby akcií nebyl ještě v České republice uveden v život.<sup>74</sup> Nicméně jedná se o systém, který je obdobně upraven v členských zemích EU, byť třeba s mírnými odchylkami.<sup>75</sup>

### V.3 Komplikace přeshraničního prvku

V zemích EU jsou tedy kótované akcie povětšinou vlastněny prostřednictvím systému zprostředkované držby: akcionář má u zprostředkovatele veden účet vlastníka, na kterém jsou evidovány akcie, které vlastní. U centrálního depozitáře je pak akcie evidována na účtu zákazníků vedeného pro zprostředkovatele. To má svoji praktickou výhodu: jestliže totiž jeden zákazník zprostředkovatele prodá akcie určitého emitenta a jiný je nakoupí, změna se nemusí promítnout na účtu zákazníků u centrálního depozitáře, ale pouze na účtu vlastníka, který vede zprostředkovatel.

Ustanovení o tom, že vlastníkem investičních nástrojů je osoba, pro niž je účet zřízen, pak vnáší jistotu do skutečnosti, kdo je majitelem akcie.

V případě přeshraničních investic ale často dochází k následující situaci: chce-li nabýt investor akcii z jiné jurisdikce, činí tak obvykle prostřednictvím zprostředkovatele, u kterého má vedený účet vlastníka. Tento zprostředkovatel nemusí mít zřízen u zahraničního centrálního depozitáře účet zákazníků, a tak akcie nabude prostřednictvím jiného, zahraničního zprostředkovatele. Tento zahraniční zprostředkovatel však může vést pouze účty vlastníků, nikoliv účty zákazníků. Nastane tak paradoxní situace: dle práva země emitenta tak bude za vlastníka akcií, a tedy za akcionáře společnosti, považován zahraniční zprostředkovatel. V případě

---

<sup>74</sup> Fakticky však do určité míry již funguje. Již v současnosti jsou jako vlastníci cenných papírů ve Středisku cenných papírů často uváděni např. zahraniční centrální depozitáři nebo zprostředkovatelé – v takovém případě je zřejmé, že tyto osoby nedrží akcie na svůj účet. Z hlediska práva jsou však považovány za majitele příslušných cenných papírů.

<sup>75</sup> Tyto odchylky vyplývají z toho, že úprava v některých zemích vychází pouze ze systému akcií na jméno, v jiných pak pouze ze systému akcií na majitele.

akcií na jméno bude tento zahraniční zprostředkovatel zapsán i v seznamu akcionářů.

Úprava kapitálových trhů v zemích EU umožňuje, aby účty zákazníků u centrálního depozitáře mohli vlastnit i zahraniční zprostředkovatelé, nebo přímo zahraniční centrální depozitáři. Kromě toho existují v Evropě i dva mezinárodní centrální depozitáři<sup>76</sup>, kteří vlastní účty zákazníků u všech národních centrálních depozitářů. Obě tato fakta vedou k zpřehlednění vztahů v případě přeshraniční držby akcií.

Tím však nebyl problém odstraněn. V současné praxi je běžné, že zejména velcí investoři vlastní zahraniční akcie prostřednictvím celého řetězce zprostředkovatelů, kteří jsou účastníky národních nebo mezinárodních centrálních depozitářů. Existence několika zřetězených zprostředkovatelů, kteří mohou vést pouze účty vlastníka, pak v důsledku znamená, že za vlastníka akcií je považován zprostředkovatel ve struktuře nejbližší centrálnímu depozitáři, namísto osoby, která nese ekonomické riziko s vlastnictvím akcie spojené. Tuto osobu nazvěme konečným investorem<sup>77</sup>.

Koneční investoři, kteří jsou rezidenti jiného státu než je stát emitenta, tak často nemohou vykonávat hlasovací práva spojená s vlastnictvím akcie, ani nezískávají informace, které je společnost povinna svým akcionářům poskytovat. Na druhé straně, i kdyby emitent chtěl vstoupit do přímé komunikace s konečným investorem, je to pro něj často fakticky a právně nemožné. Emitent nemá možnost, jak zjistit, kdo jsou končnými investory do jeho akcií. Tento fakt může znamenat významnou překážku anebo komplikaci pro rozšíření distančního hlasování.

V současnosti již existují návrhy, jak popsaný problém vyřešit. S jedním z těchto návrhů přišla Nizozemská skupina. Trochu jinou podobu má řešení navrhované DG MARKT. Problémem se také zabývala UNIDTROT, resp. jeho Studijní skupina pro harmonizaci základních pravidel s ohledem na cenné papíry vlastněné prostřednictvím zprostředkovatelů.

---

<sup>76</sup> Jejich názvy jsou Euroclear a Clearstream.

<sup>77</sup> Jaap Winter používá *ultimate accountholder*. V anglické literatuře se také používá označení *beneficial owner*.

## V.4 Řešení Nizozemské skupiny

Nizozemská expertní skupina pod vedením Jaap Wintera se domnívá, že za účelem vyřešení překážek efektivního využívání distančního hlasování v přeshraničních situacích, je třeba vyřešit následující témata:

- (i) určit, komu náleží oprávnění hlasovat na valné hromadě,
- (ii) umožnit těmto osobám výkon hlasovacího práva,
- (iii) zajistit, aby tyto osoby obdržely relevantní informace tak, aby mohly vykonávat hlasovací práva informovaným způsobem.

Za největší překážku přeshraničního výkonu hlasovacích práv v Evropě pokládá skupina nejistotu v tom, kdo je v přeshraniční situaci oprávněn užívat práva hlasovat na valné hromadě. Právo hlasovat je často odděleno od osoby mající skutečný ekonomický zájem na jeho výkonu. Skupina se domnívá, že tento problém je možno vyřešit nejlépe pomocí regulace ze strany EU. Toto řešení by mělo sledovat následující cíle:

- (i) vytvořit jistotu v tom, kdo je oprávněn hlasovat,
- (ii) posunout oprávnění hlasovat co nejbliže ke konečnému investorovi,
- (iii) řešení by mělo být vhodné i pro přeshraniční situace mimo EU, zejména ve vztahu k USA.

Skupina považuje za vhodné definovat na evropské úrovni osobu, kterou označuje slovy *ultimate accouholder*, tedy „majitel konečného účtu“. Za něj by byl považován majitel majetkového účtu, který sám není zprostředkovatelem v rámci evropského systému držby akcií. Tato osoba by pak byla oprávněna vykonávat právo hlasovat na valné hromadě. Ponechejme prozatím stranou otázku, jak. Účelem konstrukce majitele konečného účtu je identifikace osoby mající ekonomický zájem v akcii, které by tedy měl náležet výkon hlasovacích práv.

Takto definovaný majitel konečného účtu by byl ve většině případů konečným investorem. Pouze v případě investice z jurisdikce mimo EU by problém zůstal: za majitele konečného účtu by mohl být označen zprostředkovatel z jurisdikce mimo EU. V zájmu toho, aby právo hlasovat na valné hromadě bylo přesunuto co nejbliže skutečnému investorovi, navrhuje Nizozemská skupina přijetí dodatečného pravidla, podle kterého by majitel konečného účtu mohl označit jinou osobu za osobu oprávněnou k výkonu hlasovacího práva.

Skupina navrhuje přijetí ještě dalšího dodatečného pravidla, které by umožnilo členským státům zavést pro majitele konečných účtů, kteří jsou zároveň zprostředkovateli, povinnost na žádost emitenta odkrýt emitentovi identitu svých klientů.

Tato tři navržená pravidla tedy umožňují identifikovat osobu, které by měl připadnout výkon práva hlasovat na valné hromadě. Dalším logickým krokem je najít odpověď na otázku, jak právně tento způsob výkonu práva pro majitele konečného účtu zajistit. Skupina navrhuje, aby byl dán členským státům výběr mezi několika možnostmi.

Ta první se přímo nabízí: jsme-li schopni identifikovat skutečného investora, měli bychom ho uzнат za vlastníka akcií, tedy za akcionáře. Tím pádem by mohl přímo vykonávat všechna práva s vlastnictvím akcie spojená. V mnoha zemích EU, zejména v těch, které vycházejí ze systému akcií na majitele, by to znamenalo pouze změnu v ustanovení určující, kdo je vlastníkem cenného papíru. Takové řešení považuje skupina z mnoha ohledů za nejvhodnější. Majitel konečného účtu by nemusel svoje oprávnění vykonávat hlasovací právo nijak odvozovat od zprostředkovatele coby formálního akcionáře. Mohl by vykonávat sám všechna práva spojená s vlastnictvím akcie.

Na druhou stranu v některých právních systémech by tato změna znamenala redefinici pojmu akcionář a vyžádala by si větší zásahy do práva korporací.<sup>78</sup> Proto by měly být dle názoru skupiny nabídnuty i možnosti, jak umožnit majiteli konečného účtu výkon práva hlasovat na valné hromadě bez toho aniž by byl uznán za akcionáře společnosti:

- (i) **Zápis oprávnění vykonávat právo hlasovat na valné hromadě v seznamu akcionářů.** V systémech akcií na jméno, kde je za akcionáře považována osoba zapsaná v seznamu akcionářů vedeném společností, by mohl majitel konečného účtu požádat zprostředkovatele, který je v seznamu akcionářů zapsán a je tedy formálním akcionářem, aby do seznamu akcionářů uvedl, že právo hlasovat s akcií<sup>79</sup> vykonává majitel

---

<sup>78</sup> Zatímco česká právní úprava umožňuje existenci obou forem akcií (akcie na majitele, akcie na jméno), mnohé právní řády vycházejí historicky pouze z jediné formy akcií. A přestože v éře dematerializace a imobilizace cenných papírů se rozdíl mezi těmito formami cenných papírů stírají, rozdílná teoretická východiska způsobují i nadále odlišnost pojetí některých právních institutů.

<sup>79</sup> Případně i jiné právo – např. právo na dividendu.

konečného účtu. Formálním akcionářem by tedy i nadále zůstal zprostředkovatel, výkon hlasovacího práva by ale přešel na investora.

- (ii) **Zmocnění majitele konečného účtu zprostředkovatelem.** V tomto přístupu zůstává oprávnění k výkonu hlasovacího práva zprostředkovateli, coby akcionáři zapsanému do seznamu akcionářů. Zprostředkovatel by měl ale povinnost na žádost udělit majiteli konečného účtu plnou moc k výkonu práv na valné hromadě.
- (iii) **Pokyny k hlasování.** Poslední návrh spočívá v tom, že majitel konečného účtu by mohl udělovat zprostředkovateli, který je formálním akcionářem, pokyny k hlasování, na základě kterých bude zprostředkovatel vykonávat na valné hromadě hlasovací právo. Skupina se domnívá, že státy unie by měly přinejmenším zavést alespoň tuto možnost. Tento způsob by mohl být využíván i v zemích, které přijmou předchozí dvě varianty, a to vlastníky konečných účtů, kteří nechtějí emitentovi odkrýt svoji identitu.

Všechny tyto tři možnosti vyžadují po zprostředkovateli, aby vyvíjel součinnost a poskytl majiteli konečného účtu určité služby zajišťující výkon jeho oprávnění hlasovat na valné hromadě. Z tohoto důvodu je dle názoru Nizozemské skupiny nezbytné, aby členské státy EU přijaly úpravu stanovíc, že zprostředkovatelé jsou povinni řídit se pokyny majitele konečného účtu a poskytnout mu potřebné služby.

Tato pravidla ukládající zprostředkovateli povinnosti *facere*, tedy něco činit, by měla být doplněna povinností *non facere*. Zprostředkovateli by mělo být zapovězeno vykonávat hlasovací práva u akcií, které drží pro jiného (a to i tehdy kdy je k tomu formálně oprávněn), pokud neobdržel výslovný pokyn k hlasování od majitele konečného účtu nebo pokud majitel konečného účtu výslovně neprojevil přání, aby zprostředkovatel vykonával hlasovací právo bez jeho instrukcí. Tím zamezíme zneužití postavení těch zprostředkovatelů, které právo některých států pokládá za akcionáře.

## V.5 Návrh směrnice o výkonu hlasovacích práv akcionářů

EK ve svém návrhu směrnice na ochranu akcionářů přichází z řešením, které sice nekopíruje návrh Nizozemské skupiny, v mnoha ohledech je ale s jejími doporučeními podobné.

DG MARKT v konzultačních dokumentech navrhoval, aby v rámci připravované směrnice o výkonu hlasovacích práv akcionářů bylo přijato na evropské úrovni pravidlo definující zprostředkovatele. Za základ sloužila definice zprostředkovatele, jak ji navrhuje UNIDROIT. Dle Konzultačních dokumentů by měl být zprostředkovatel definován jako fyzická nebo právnická osoba, která v rámci své činnosti vede účty cenných papírů na účet třetích fyzických nebo právnických osob. I zprostředkovatel nicméně může držet cenné papíry na svůj účet, tj. sám pro sebe. Explicitní definice zprostředkovatele nakonec z návrhu Směrnice vypadla, nicméně čl. 13 odst. 1 návrhu směrnice hovoří o „fyzických nebo právnických osobách, které jsou podle jejich práva [tj. práva členských států EU] oprávněny v rámci své podnikatelské činnosti držet cenné papíry na účet jiných fyzických nebo právnických osob“<sup>80</sup>.

V případech násobně zprostředkované držby akcií, kdy je díky zřetězení zprostředkovatelů považována za akcionáře osoba, která je ve skutečnosti zprostředkovatelem a drží akcie pro jiného, navrhovalo DG MARKT v konzultačních dokumentech aplikaci následujícího pravidla: v relevantním seznamu akcionářů se uvede, že zprostředkovatel drží určité akcie na účet jiných osob<sup>81</sup>. To by přineslo výhodu pro emitenta, který by se tak dozvěděl o tom, že určitá osoba – ze zákona považovaná za akcionáře – je zprostředkovatelem a není konečným investorem. Toto pravidlo by však neukládalo zprostředkovateli žádnou povinnost odkrýt své klienty. Tento způsob identifikace zprostředkovatelů byl nakonec v návrhu směrnice opuštěn.

Vzhledem k tomu, že cílem připravované úpravy je posílení postavení akcionářů, resp. konečných investorů, kteří nejsou z formálních důvodů za akcionáře považováni, přináší návrh směrnice pravidla, která by umožnila konečným investorům výkon práva účastnit se valné hromady a hlasovat na ni. S tímto účelem obsahuje návrh směrnice dvě pravidla:

- (i) Zprostředkovateli nemůže být zabráněno využít hlasovacího práva ve vztahu k akciím, které drží na účet třetí osoby, pokud obdrží takové instrukce od osoby, na jejíž účet akcie drží. V takovém případě by se valné hromady účastnil vlastník akcií – zprostředkovatel, jednal by ale na základě pokynů k hlasování od osoby, pro kterou akcie drží.

---

<sup>80</sup> Pro případy této práce je však budeme i nadále nazývat zprostředkovateli.

<sup>81</sup> Zprostředkovatel by byl označen jako tzv. nominee.



- (ii) Zprostředkovatel může udělit Konečným investorům plnou moc k výkonu práv na valné hromadě.

Způsob uvedený sub (i) však může narazit v některých členských zemích na právní překážky. Za hlavní překážku můžeme považovat nutnost zprostředkovatele, který je však dle příslušných předpisů považován za akcionáře, „rozdělit“ hlasy – tj. hlasovat s částí svých hlasů pro návrh, s částí proti návrhu a s částí se zdržet, dle pokynů různých konečných investorů. Současné právní úpravy něco takového většinou neumožňují. Nejinak je tomu i v České republice.<sup>82</sup>

Zprostředkovatel však drží akcie většinou na účet více osob. Jestliže těmto osobám – konečným investorům – přiřkneme právo udělovat zprostředkovateli pokyny k hlasování na valné hromadě, je pravděpodobné, že tyto pokyny budou u mnoha konečných investorů protichůdné. Je-li však zprostředkovatel považován za jediného akcionáře, nemohl by v takovém případě pokyny konečných investorů vykonat.

Na tento problém však návrh směrnice pamatuje, a tak stanoví pravidlo, které zprostředkovatelům umožní „rozdělit“ hlasy a hlasovat různými akciemi různě.

---

<sup>82</sup> Právo hlasovat na valné hromadě nepřísluší totiž akcií (cenný papír není právním subjektem a nemůže projevovat svoji vůli), ale jedině akcionáři. Akcionář má přitom pouze jediné právo hlasovat, nikoliv tolik práv, kolik vlastní akcií. Má tedy jediný hlas a počet jím vlastněných akcií určuje pouze „sílu“ tohoto hlasu. Tato ustanovení jsou kogentní a akcionář se tedy nemůže rozhodnout „zmenšit“ sílu svého hlasu nebo svůj hlas rozdělit.

*# jediné právo*

## VI. Závěr

Otázka celoevropské modernizace práva obchodních společností a práva kapitálových trhů je na úrovni EU aktuálním tématem. Za poměrně zdařilý výsledek několikaletého zkoumání této problematiky evropskými odborníky můžeme považovat navrženou Směrnici. Důsledkem aplikace pravidel předložených v návrhu směrnice o výkonu hlasovacích práv akcionáři bude posílení role zejména malých akcionářů společností s kótovanými akciemi.

Cílem této práce bylo poukázat na evropské směřování k novým nástrojům ochrany malých akcionářů. Rozhodně si nekladla za cíl popsat toto téma vyčerpávajícím způsobem ani provést komparaci české právní úpravy s jakoukoliv jinou. Rozdílnost úpravy předložených otázek v různých členských zemích pak vedla k tomu, že práce byla pojata spíše obecně, tak aby pohled, který poskytuje, vycházel z převládající evropské reality.

Až praxe ukáže, zda malí akcionáři využijí nové způsoby výkonu svých práv, které jim návrh nové směrnice přináší, či zda i nadále budou tito investoři podléhat racionální apatii.

Některé skutečnosti, které jsou označovány na celoevropské úrovni za problémy, nemusí být jako problematické vnímány z pohledu české reality. Problémy správy a řízení společností například v anglosaském světě a ve středoevropském prostoru jsou odlišné. Zatímco anglosaské společnosti bývají vlastněny velkým množstvím relativně malých akcionářů, ve středoevropském prostoru jsou naopak společnosti velmi často ovládány jediným majoritní vlastníkem. Malí akcionáři v takových případech často nedosáhnou ani na blokační minoritu. Je tedy logické, že zatímco v anglosaském světě je posilováno postavení akcionářů, aby byla zvýšena jejich ochrana před téměř všemocným managementem, ve středoevropském prostoru to bude často naopak.

I z tohoto důvodu je možné říct, že pro investora do akcií českých společností, nebude mít navržená modernizace práva obchodních společností a práva kapitálových trhů tak velký význam jako pro investora do britských titulů. V případě českého akcionáře totiž bývá racionální apatie skutečně zcela odůvodněná a toto pravděpodobně nezmění ani možnost distančního výkonu hlasovacího práva či jiná inovace. Nezbývá než doufat, že by budoucnost přinesla změnu. To však bude velmi záležet také na tom, zda české společnosti budou využívat kapitálový trh i k primárním emisím cenných papírů, tedy k získání nového kapitálu.

## Seznam použité literatury

### Monografie

Bárta, J.: Účast a zastupování na valné hromadě akciové společnosti, Právní rozhledy, 8/1995

Baums, T., Scott, K. E.: Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in the United States and Germany. Law Working Paper No. 17/2003, European Corporate Governance Institute, 2003.

<http://papers.ssrn.com/abstract=473185>

Černá, S.: Obchodní právo. Akciová společnost. 3. díl, Praha: ASPI 2006

Dědič J. a kol.: Obchodní zákoník. Komentář. Polygon, Praha 2002

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

Dědič, J., Kříž, R., Štenglová, I.: Akciové společnosti, C.H.Beck, Praha 2003

Dědič, J., Marčanová, J., Vild, J.: Právo cenných papírů a kapitálového trhu, PROSPEKTRUM, Praha 2000

Eliáš, K., Bartošíková, M., Pokorná, J. a kol.: Kurs obchodního práva. Právnícké osoby jako podnikatelé, C. H. Beck, Praha 2003

Eliáš, K.: Akciová společnost, Systematický výklad obecného akciového práva se zřetelem k jeho reformě, Linde Praha, Praha 2000

Eliáš, K.: K uplatnění principu odbrých mravů v akciové společnosti, Právní rozhledy, 7/1996

Noack, U.: Hauptversammlung und Internet: Information – Kommunikation – Entscheidung, Institut für Unternehmensrecht, Heinrich-Heine-Universität, Düsseldorf 2004

Pelikánová, I. a kol.: Obchodní právo, I. díl, ASPI Publishing, Praha 2001

Winter, J. W.: Cross-Border Voting in Europe, Rotterdam 2000

### Dokumenty

A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe: A Consultative Document of the High Level Group of Company Law Experts, The High Level Group of Company Law Experts, Brussels 2001

Cross Border Proxy Voting, Case Studies from the 2002 Proxy Voting Season, International Corporate Governance Report, Institutional Design, London 2003

Exercising Authority, Restoring Accountability, AFL-CIO Proxy Voting Guidelines, AFL-CIO, 2003

Fostering an Appropriate Regime for Shareholder's Rights. Consultation document of the Services of the Internal Market Directorate General, European Commission – Internal Market Directorate General, Brussels 2004

Fostering an Appropriate Regime for Shareholder's Rights. Second consultation by the Services of the Internal Market Directorate General, European Commission – Internal Market Directorate General, Brussels 2005

Guia de buenas prácticas para el desarrollo de la junta general de accionistas de sociedades cotizadas, Papeles de la Fundación No. 6, Fundación de estudios financieros, Madrid 2004

Kodex správy a řízení společností 2004, Komise pro cenné papíry, Praha 2004

Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law Experts in Europe, Brussels 2002

Synthesis of the Comments on the Consultation Document of the Services of the Internal Market Directorate General „Fostering an Appropriate Regime for Shareholders Rights“, European Commission – Internal Market Directorate General, Brussels 2005

Synthesis of the Responses to the Communication of the Commission to the Council and the European Parliament „Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward“, European Commission – Internal Market Directorate General, Brussels 2003

The Expert Group on Cross-Border Voting in Europe: Cross-Border Voting in Europe, Final Report, WODC Onderzoeksnotities, 2002/6, Wetenschappelijk Onderzoek- en Documentatiecentrum, Amsterdam 2002