

právny obzor

TEORETICKÝ ČASOPIS PRE OTÁZKY
ŠTÁTU A PRÁVA SLOVENSKEJ AKA-
DÉMIE VIED. VYDÁVA ÚSTAV ŠTÁ-
TU A PRÁVA SLOVENSKEJ AKADE-
MIE VIED

PUBLISHED BY THE INSTITUTE OF
STATE AND LAW OF THE SLOVAK
ACADEMY OF SCIENCES CONTAINS
PAPERS DEALING WITH RECENT
LEGAL PROBLEMS AND
DEVELOPMENTS

L'INSTITUT DE L'ETAT ET DU DROIT
DE L'ACADEMIE SLOVAQUE DES
SCIENCES PRESENTE DES TRAVAUX
INEDITS CONSACRES AUX PROBLÉ-
MES ACTUELLES DE L'ETAT ET DU
DROIT

ZEITSCHRIFT FÜR THEORETISCHE
FRAGEN DES STAATES UND DES
RECHTS VERÖFFENTLICHT VOM
INSTITUT FÜR STAAT UND RECHTS
DER SLOWAKISCHEN AKADEMIE
DER WISSENSCHAFTEN

Hlavná redaktorka:

Prof. JUDr. Oľga Ovečková, DrSc.

Výkonná redaktorka:

JUDr. Tatiana Weissová

Redakčná rada:

JUDr. Eduard Bárany, DrSc.

JUDr. Jan Bárta, CSc., Praha

Prof. JUDr. Alexander Brösl, CSc.

Prof. JUDr. Karel Eliáš, Dr.

JUDr. Ludmila Gajdošíková, CSc.

Doc. Dr. Ivan Halász, PhD., Budapešť

Doc. JUDr. Katarína Kalesná, CSc.

Prof. JUDr. Jozef Klimko, DrSc.

Doc. JUDr. Peter Kresák, CSc.

JUDr. Peter Kukliš, CSc.

JUDr. Dušan Nikodým, CSc.

Prof. dr. hab. Krzysztof Skotnicki, Łódź

Prof. JUDr. Ján Svák, DrSc.

Mgr. Adrián Tokár, LL.M., PhD., Brusel

JUDr. Jozef Vozár, CSc.

Adresa redakcie:

Ústav štátu a práva SAV,

813 64 Bratislava, Klemensova 19,

čís. tel. 52 96 23 25

Obsah

Články

N i k o d ý m, D.: Ústavná legislatíva a otvorené problémy	555
C o l o t k a, P.: Ústava Slovenskej republiky v kontextoch europeizácie	563
F r ě a l o v á, A.: Simulovaný právny úkon ako <i>actum contra legem</i> v pracovnom práve.....	570
Š u l e k o v á, Ž.: Zásada jedna akcia – jeden hlas a úvaha nad novými druhmi akcií	584
P o t o m o v á, K.: Nové cirkvi a náboženské spoločnosti vo vzťahu so štátom	603
K r í p p e l, M.: Aktuálne zmeny v sociálnom poistení týkajúce sa osôb v právnom vzťahu založenom na zá- klade dohody o práci vykonávanej mimo pracovného pomery	621

Informácie

H u l l o v á, M.: Korupcia a transparentnosť verejného obstarávania v podmienkach SR.....	639
---	-----

Z vedeckého života

B l a h o, P.: K osemdesiatke prof. JUDr. Jána Lazara, DrSc.	649
K a p e l, J.: Správa z konferencie „Corporate governan- ce ve střední Evropě“ konanej dňa 30. mája 2014 na Právnickej fakulte Univerzity Karlovej v Prahe	654
Š t e f a n k o v á, Z.: Trnavské právnické dni 2014 (sprá- va z plenárneho zasadnutia konferencie a z rokovania sektie medzinárodného a európskeho práva)	657

Recenzie a anotácie

M a t e j k a, J.: Internet jako objekt práva: hledání rovno- váhy autonomie a soukromí (<i>M. Boháček</i>)	661
Š v e c o v á, A.: Trnavské meštianske závetý (1700 – 1871) (<i>V. Kleňová</i>)	664

Celoročný obsah

Vydanie tejto odbornej publikácie podporila Slovenská sporiteľňa.

Zásada jedna akcia – jeden hlas a úvaha nad novými druhmi akcií

Šuleková, Ž.*

ŠULEKOVÁ, Ž.: Zásada jedna akcia – jeden hlas a úvaha nad novými druhmi akcií. Právny obzor, 97, 2014, č. 6, s. 584 – 602.

One share one vote principle and reflection on different classes of shares. One of the rights that shareholders have within company law is the right to vote on corporate matters. The current academic debate arises the question of an adequate allocation of voting rights among shareholders. Even it seems natural that shareholders who supply certain amount of capital should have equal opportunity to influence corporate decisions – the one share one vote principle – practice often shows different deviations of the so called principle of proportionality. In the recent years, an intensive debate about ownership and control has generated specific arguments about corporate voting.

First, the author briefly reviews the concept of the one share one vote principle from the historical and current perspective. For the last few years, European Commission has been trying to establish shareholders democracy and enforce one share one vote principle among listed companies across EU. Nevertheless, mandating the principle brought broad criticism among scholars and practitioners. Following studies have showed no uniform efficiency of the rule.

Secondly, the author offers arguments to support possible deviations based on the balance of shareholders interest and protection of minority shareholders. Strengthening contractual freedom among shareholders and justification of control enhancing mechanisms in the light of the free movement of capital is a part of the debate as well. On the background of these aspects the author analyses the effectiveness of possible modifications of one share one vote principle.

Furthermore, the contribution brings an overview of legal rules after the major changes in company law introducing different classes of shares and possible statutory limits. Corporate voting and voting mechanisms applied in different EU state are discussed as the multiple voting rights have been recently introduced by the New Czech Business Corporation Act N. 90/2012 Coll. Moreover, specific classes of shares such as redeemable, convertible, reimbursed and tracking shares are also discussed and compared. In the final part, after the examination of different aspects, the author focuses on possible and adequate changes to Slovak legal system.

Key words: *one share one vote principle, shares with non-voting rights, multiple voting rights*

Úvod

Právo zúčastňovať sa na riadení akciovej spoločnosti (ďalej len „spoločnosť“) prostredníctvom hlasovania na valnom zhromaždení sa neodmysliteľne považuje za jedno zo

* Mgr. Žofia Šuleková, interná doktorandka na Katedre obchodného práva a hospodárskeho práva, Právnická fakulta, Univerzita Pavla Jozefa Šafárika v Košiciach.

základných práv spojených s akciami. V zásade počet hlasov akcionára závisí od menovitej hodnoty akcií, ktorých je majiteľom, v pomere k celkovému základnému imaniu spoločnosti. Vo všeobecnosti sa traruje, že osoba, ktorá vniesla do spoločnosti väčší kapitál, a teda nesie väčšie hospodárske riziko, má disponovať právom podieľať sa na spoločnosti proporcionálne svojmu vkladu. Proporcionalita účasti na základnom imaní (vlastníctva) a kontroly nad správou a riadením spoločnosti sa postupne stala kľúčovou pri diskusiách zahraničnej právnej obce o korporátnom hlasovaní, možných obmedzeniach hlasovacieho práva a naopak, poskytnutia iných, osobitných práv spojených s vlastníctvom akcií prinášajúcich ekonomicky efektívnejšie fungovanie a riadenie spoločnosti.¹

Princíp *jedna akcia jeden hlas* (*one share one vote principle*), označovaný aj ako princíp proporcionality, je mechanizmus korporatného hlasovania, ktorý podmieňuje rozsah kontroly nad spoločnosťou proporcionálne k investovanému kapitálu. Ako je možné pozorovať, v praxi často dochádza k upusteniu od tejto zásady² a k oddeľovaniu práva podieľať sa na riadení spoločnosti (*control rights*) od práva podieľať sa na zisku (*strate*), resp. likvidačnom zostatku spoločnosti (*cash-flow rights*).³

Uplatňovanie tohto princípu v akciových spoločnostiach je v európskych krajinách rozdielne. V prospech zavedenia princípu ako základného zákonného pravidla (a tiež *kogentného* v prípade spoločností, ktorých akcie sú verejne obchodovateľné na burze) sa vychádza hlavne z aplikácie súkromnoprávnej zásady rovnakého zaobchádzania. Naproti tomu možno pozorovať konfrontáciu s presadzovaním autonómnej vôle akcionárov (zakladateľov) pri úprave vnútorných vzťahov a slobody pri rozhodovaní o hospodárení spoločnosti podľa vlastných predstáv. Neutíchajúca debata o zavedení jednotlivých výhod a obmedzení výkonu práva akcionárov súvisiacich s vlastníctvom akcií núti zákonodarcu upriamiť pozornosť na príslušnú problematiku v oblasti slovenského práva obchodných spoločností.

Hlavným cieľom tohto príspevku je priblížiť vývoj a smerovanie prebiehajúcej debaty a popritom poukázať na (ne)efektívnosť modifikácie princípu proporcionality. Okrem toho autorka v predkladanom príspevku prináša komparáciu príslušných ustanovení akciového práva vo vybraných európskych štátoch, ktoré v ostatných rokoch prešli značnými zmenami. Zahraničné právne úpravy totiž môžu predstavovať vzor pre nachádzanie adekvátneho a optimálneho rámca budúcej právnej úpravy slovenského akciového práva.

¹ KHACHATURYAN, A. Trapped in Delusion: Democracy, Fairness and the One-Share-One-Vote Rule in European Union. In *European Business Organization Review*, T.M.C. Asser Press, Vol. 8, 2007, s. 335 – 367. RINGE, F.-G. Deviations from Ownership-Control Proportionality – Economic Protectionism Revisited. In *Company and Economic Protectionism*. Oxford : Oxford University Press, 2010.

² V jednotlivých právnych poriadkoch sa rozoznávajú rôzne odchýlenia od princípu proporcionality ako napr. akcie bez hlasovacieho práva, akcie s viacnásobnými hlasovacími právami, hlasovacie stropy (*voting ceilings*), pyramidové a sieťové štruktúry, osobitné práva priznané väčšinovým, menšinovým akcionárom a zakladateľom spoločnosti a iné. Niektorým sa budeme v tomto článku ďalej osobitne venovať.

³ Pozri BEBCHUK, L., KRAAKMAN, R., TRIANTIS, G. *Stock Pyramids, Cross-Ownership, and the Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights*. In *Concentrated Corporate Ownership*. Chicago : University of Chicago Press, 2000, s. 295 – 315.

Slovenské akciové právo obsiahnuté v zákone č. 513/1991 Zb. Obchodný zákonník (ďalej len „Obchodný zákonník“) a v zákone č. 566/2001 Z. z o cenných papieroch a investičných službách je v súčasnosti postavené na uzavretom počte druhu akcií (*numerus clausus*).⁴ Je zrejmé, že v prebiehajúcom rekodifikačnom procese súkromného práva slovenský zákonodarca dôsledne analyzuje aktuálnu právnu úpravu práva obchodných spoločností, osobitne príslušných ustanovení akciového práva. Avšak zostáva naďalej otázne, či *de lege ferenda* ponechá súčasné pravidlá limitovanej akcionárskej autonómie alebo naopak, zareaguje na európsky vývoj, pri ktorom väčšina štátov umožňuje akciovým spoločnostiam emitovať akcie inkorporujúce osobitné práva. Druhovo otvorené akcie totiž dávajú investorom nástroj pre tvorbu rôznych štruktúr a stratégií podnikania.⁵ Pohľad do zákulisia problematiky princípu proporcionality, z historického, rovnako ako aj súčasného nazerania, prinesie väčšie svetlo pri hľadaní efektívneho rámca pre slovenskú právnu úpravu a možnosti modifikácie princípu proporcionality.

1. Proporcionality vlastníctva a kontroly

Už klasickí predstavitelia vedy práva obchodných spoločností, *Berle* a *Means*, poukazyvali na tradičný vlastnícky model obchodnej spoločnosti spočívajúci na teórii, že spoločnosť by mala rešpektovať práva akcionárov riadiť (otvorenú) akciovú spoločnosť, keďže akcionári ako nositelia reziduálnych nárokov sú motivovaní maximalizovať zisk akciovej spoločnosti. Avšak v skutočnosti akcionári spoločností, primárne tých, ktorých akcie sú verejne obchodovateľné na burze (alebo tých s roztrieštenou akcionárskou štruktúrou), sa stali pasívnymi vlastníckmi bez vykonávania akejkoľvek kontroly nad fungovaním spoločnosti.⁶ Vlastnícky model obchodnej spoločnosti teda postupne stráca svoje opodstatnenie a verejná moc sa snaží intervenovať do správy akciových spoločností za účelom zabezpečiť zodpovedné riadenie a udržať rovnocenné postavenie akcionárov.⁷

Na prvý pohľad sa zdá racionálne, aby akcionári, ktorí poskytnú spoločnosti rovnaké množstvo kapitálu, mali rovnaké právo rozhodovať o fungovaní tejto spoločnosti.⁸ Napriek úvahám o proporcionality vlastníctva a riadenia nepredstavoval tento princíp ani v historickom kontexte jednoznačne uplatňované pravidlo. Pôvod korporátneho hlasovania vychádzal spočiatku z pravidiel aplikovaných pri politickom rozhodovaní – jeden

⁴ Ustanovenie § 155 ods. 6 Obchodného zákonníka „*Udávanie iných druhov akcií, ako ustanovuje tento zákon, sa zakazuje.*“. Rovnako PATAKYOVÁ, M. a kol. Obchodný zákonník. Komentár. 3. vyd. Praha : C. H. Beck, 2010, s. 473, PALA, R. a kol. in OVEČKOVÁ, O. a kol. Obchodný zákonník. Komentár. 3. vyd. Bratislava : Iura Edition, 2012, s. 723, ILLEŠ, T. in SUCHOŽA, J., HUSÁR, J. a kol. Obchodné právo. Bratislava : Iura Edition, 2009, s. 547.

⁵ HAVEL, B. Předpokládané změny obchodního práva při rekodifikaci práva soukromého aneb nad návrhem obchodního zákona. In Obchodněprávní revue, 2009, roč. 1, č. 1.

⁶ Bližšie k základným teóriám riadenia spoločností RICHTER, T. Kuponová privatizace a její vlivy na správu a financování českých akciových společností. Praha : Karolinum, 2005, s. 30 – 31.

⁷ BERLE, A., MEANS, G. C. The Modern Corporation and Private Property. New York : The Macmillan Company, 1932, reedícia 1967, s. 299 – 312.

⁸ BURKART, M., LEE, S. The One Share – One Vote Debate: A Theoretical Perspective. In ECGI - Finance Working Paper, 2007, č. 176, s. 1.

vlastník (akcionár) jeden hlas. Akcionári boli považovaní za individuálnych voličov, ktorí rozhodujú o fungovaní obchodnej spoločnosti každý s jedným hlasom. Až v 19. storočí prešiel vývoj korporátneho hlasovania smerom k uplatňovaniu zásady jedna akcia jeden hlas a obchodné spoločnosti si postupne osvojili rôzne hlasovacie schémy. Spojené štáty americké ako prvá západná krajina pevne zakotvila pravidlo proporcionality.⁹ Neskôr sa začali v právnych úpravách objavovať variácie v podobe tzv. vernostných hlasovacích práv, ktoré rozvrhli viac hlasovacích práv pre dlhodobu angažovanosť akcionárov, a to pravdepodobne s cieľom odradiť spoločníkov od krátkodobej špekulatívnej participácie v obchodných spoločnostiach. Ako priblížime v tomto príspevku, v poslednom období sú zaznamenané výrazne posuny ku kombinácii týchto metód a tvorbe viacdruhových akcií so zvláštnymi majetkovými a hlasovacími právami. Výrazné legislatívne kroky k posilňovaniu zmluvnej slobody medzi akcionármi sú za ostatnú dekádu príznačné v právnych úpravách európskych štátov. Naopak, novodobé tendencie na európskej pôde smerujú ku kogentnej úprave pravidla proporcionality ako nosného piliera pre akciové spoločnosti, ktorých akcie sú verejne obchodovateľné na burze a do popredia vynášajú koncepciu posilnenia demokracie medzi spoločníkmi.

2. Jedna akcia jeden hlas – Európske pravidlo?

Demokracia medzi spoločníkmi (*shareholders democracy*) je postavená na koncepte *one share one vote*. Zástancovia presadzovania demokracie medzi spoločníkmi boli dlho inšpirovaní princípmi politickej demokracie. Na úrovni Európskej únie bol tento koncept po prvýkrát predstavený skupinou expertov (*The High Level Group of Company Law Experts*) v roku 2002.¹⁰ Podľa záverečnej správy skupiny, demokracia medzi spoločníkmi sa dosiahne realizáciou proporcionality medzi vlastníctvom a riadením. Právo participácie na zisku spoločnosti alebo na likvidačnom zostatku má byť proporcionálne spojené s právom podieľať sa na riadení spoločnosti. V tejto prvotnej fáze sa skupina nedotkla problematiky generálneho uplatnenia kogentného pravidla jedna akcia jeden hlas a sústredila sa len na jeho aplikáciu v prípadoch verejných ponúk na prevzatie.

Kritika nenechala na seba dlho čakať a závery expertnej skupiny sa ihneď stali predmetom rozsiahlych analýz právnickej, ekonomickej a finančnej spisby.¹¹ Napriek značnej

⁹ Blížšie MARTIN, S. P., PARTNOY, F. Encumbered Shares. In *University of Illinois Law Review*. 2005. No. 3, s. 781 a nasl.

¹⁰ European Commission 2002a. Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bid. Brussels, 2002.

¹¹ BEBCHUK, L., HART, O. Takeover Bids vs. Proxy Fights in Contests for Corporate Control. John M. Olin Discussion paper series no. 336, Cambridge : Harvard University, 2001: „Namiesto posilňovania ekonomickej produktivity, táto zásada prinúti spoločnosť nahradiť doterajšiu štruktúru zloženú z akcií s hlasovacím právom a akcií bez hlasovacieho práva (dual-class structure) inými ponúkajúcimi sa štruktúrami, napr. pyramidové štruktúry, ktorým regulačný systém nebude môcť zabrániť.“, COATES, J. Ownership, Takeovers and EU Law: How Contestable Should EU Corporations Be? Harvard Law and Economics Discussion Paper 450, Cambridge: Harvard University, 2003: „Pravidlo nie je efektívnejšie ako súčasný status quo.“, McCAHERY, J., RENNEBOOG, L. The Economics of Takeover Regulation in the EU. CEPS Research Report in Finance and Banking, No. 32, Brussels: CEPS. 2003: „Náklady pravidla prevyšujú jeho benefit.“.

kritike sa myšlienka posilnenia demokratického princípu v medziach akcionárskej štruktúry v Európskej únii stala kľúčovou otázkou druhej správy skupiny expertov¹² a Akčného plánu Európskej komisie na modernizáciu práva obchodných spoločností a posilnenie správy a riadenia spoločností z roku 2003, zameriavajúcu sa na spoločnosti, ktorých akcie sú verejne obchodovateľné.¹³ Návrh Komisie bol súčasťou širokého spektra opatrení s cieľom posilniť práva akcionárov. Európsky komisár pre vnútorný trh *Charlie McCreevy* navrhoval zavedenie princípu jedna akcia jeden hlas vo všetkých členských štátoch Európskej únie argumentujúc napomáhaním rovnoprávnemu výkonu práv akcionárov. Pri neutíchajúcej odbornej diskusii o zavedení princípu ako európskeho pravidla zahájila Komisia konzultáciu o budúcich prioritách Akčného plánu.

Predložená záverečná správa Komisie z roku 2007¹⁴ bola následne sprevádzaná detailným prierezom teoretickej¹⁵ a empirickej¹⁶ spisby, ako aj komparatívnou štúdiou zahŕňajúcou okrem členských štátov Európskej únie aj USA, Austráliu a Japonsko.¹⁷ Z jednotlivých prínosov vyplýva, že neexistuje ekonomický dôkaz príčinnej súvislosti medzi využívaním metód zabezpečovania disproporcionality medzi právom podieľať sa na riadení spoločností a podieľať sa na jej cash-flow (tzv. *control enhancing methods – CEM*)¹⁸ a ekonomickým výkonom obchodnej spoločnosti. Zdá sa teda, že akceptácia odchýlení od princípu proporcionality je nielen v jednotlivých právnych úpravách dovolená, ale širokou podnikateľskou obcou vyžadovaná.

Európska komisia dostatočne nepresvedčila širokú podnikateľskú obec jednoduchým tvrdením, že zavedením demokracie medzi spoločníkmi a presadením princípu proporcionality dôjde k zvýšeniu ochrany akcionárov, zúčastnených osôb, podpore obchodnej súťaživosti a efektívnosti naprieč Európskom úniou. Princíp rovnakého zaobchádzania totiž nezamedzuje použitiu rôznych druhov akcií. Naopak, za určitých okolností existencia rôznych druhov akcií s rozdielnymi právami prináša prospech spoločnosti, dominantným, ako aj minoritným akcionárom. Hoci Európska únia naďalej považuje efektívne zapojenie akcionárov za základný pilier riadenia spoločnosti a v Akčnom pláne 2012¹⁹ sa zamerala na prijatie línie opatrení spočívajúcich v podpore dlhodobej angažovanosti ak-

¹² European Commission 2002b. Report of the High Level Group of Company Law Experts on A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe. Brussels, 2002.

¹³ COM (2003) 284 final.

¹⁴ Commission of the European Communities: Impact Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies. Brussels. SEC (2007) 1705.

¹⁵ BURKART, M., LEE, S. One Share - One Vote: The Theory. In *Review of Finance*, 2008, vol. 12, s. 1 – 49.

¹⁶ ADAMS, R., FERREIRA, D. One Share-One Vote: The Empirical Evidence. In *Review of Finance*, 2008, vol. 12, s. 51 – 91.

¹⁷ SHEARMAN & STERLING LLP. Proportionality between Ownership and Control in EU Listed Companies: Comparative Legal Study, 2007.

¹⁸ Bližšie k jednotlivým druhom mechanizmov umožňujúcich zabezpečenie disproporcionality medzi vlastníctvom a riadením pozri BURKART, M., LEE, S. Proportionality between Ownership and Control in EU Listed Companies: Comparative Legal Study. European Commission. 2007, s. 11 – 13.

¹⁹ Akčný plán „Európskeho práva obchodných spoločností a správa a riadenie spoločností – moderný právny rámec pre väčšiu angažovanosť akcionárov a udržateľné spoločnosti.“ KOM (2012) 740 v konečnom znení.

cionárov a zvyšovaní transparentnosti v spoločnostiach, pozornosť upriamila skôr na iné možnosti a opatrenia ako princíp *one share one vote*.²⁰

Pri hodnotení európskych snáh musíme zvýrazniť, že Európska únia sa vo svojich analýzach výslovne zamerala len na otvorené akciové spoločnosti a stranou ponecháva aplikáciu pravidla proporcionality na spoločnosti uzavreté, teda tie, ktorých akcie nie sú obchodovateľné na burze a vyznačujú sa menším počtom akcionárov.²¹ Rozdielne stupne prioritných akcionárov v závislosti od hodnoty a načasovania investície, ako aj prerozdelenie hlasovacích práv šité na mieru spoločnosti možno pozorovať najmä pri uzavretých spoločnostiach.²² Avšak ako poukážeme v nasledujúcich statiach, flexibilita vytvárania rôznych druhov akcií je príznačná aj pre regulačný rámec verejných akciových spoločností.

V závere tejto state je potrebné pripomenúť, že pravidlo *one share one vote* je významnou témou nielen v európskom priestore. Možnosť diferencovať akcie podľa hlasovacích práv a značná flexibilita v emitovaní rôznych druhov akcií je typická aj pre akciové právo amerických štátov.²³ Na rozdiel od uzavretých spoločností, spoločnosti s akciami kótovanými na burze väčšinou pravidlo proporcionality hlasov rešpektujú i napriek tomu, že kontroverzné pravidlo proporcionality (19c-4 SEC²⁴ rule – obsahujúce princíp jedna akcia jeden hlas), obmedzujúce prístup na kótovaný trh spoločnostiam neuplatňujúcim pravidlo *one share one vote*, bolo na základe rozhodnutia amerického apelačného súdu v roku 1990 zrušené²⁵ a pravidlo proporcionality sa celkovo výrazne oslabilo. Práve dlhoročná aplikácia a následné zrušenie kogentného pravidla by mohlo predstavovať dostatočnú praktickú argumentáciu v prospech umožnenia odchýlení aj na európskom trhu. Hoci zabezpečenie akcionárskej demokracie a zodpovedného riadenia nebolo dôvodom na udržanie kogentného pravidla, debata o jeho opätovnom zavedení v Spojených štátoch amerických aktuálne pretrváva.²⁶

²⁰ Blížšie k jednotlivým opatreniam na podporu angažovanosti akcionárov v spoločnostiach a zvýšenia transparentnosti ŠULEKOVÁ, Ž. Modernizácia a tendencie smerovania európskeho práva obchodných spoločností. In Justičná revue, 2013, roč. 65, č. 6 – 7, s. 532 – 542.

²¹ K uzavretým spoločnostiam môžeme zaradiť spoločnosť s ručením obmedzeným ako typ kapitálovej uzavretej spoločnosti, ktorá sa vyznačuje koncentrovanou vlastníckou štruktúrou.

²² BODIE, M. T., HAYDEN G. M. The False Promise of One Share, One Vote. In Cardozo Law Review, 2008, vol. 30:2, s. 468 – 469.

²³ BEBCHUK, L., KRAAKMAN, R., TRIANTIS, G. Stock Pyramids, Cross-Ownership, and the Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights, In Concentrated Corporate Ownership. Chicago : University of Chicago Press, 2000, s. 295 – 315. Pozri rovnako aj spisbu v českom jazyku ČERNÁ, S. O akciích s rozdílnou vahou hlasů v budoucím českém akciovém právu. In Obchodněprávní revue, 2012, roč. 4, č. 7 – 8, s. 193 – 194.

²⁴ Securities Exchange Commission.

²⁵ US Court of Appeals for the District of Columbia Circuit. Business Roundtable v. SEC, 905 F2d 406, 407 (D.C.Cir, 1990), podľa ktorého zákaz kótovať spoločnosti s akciami vylučujúcimi, obmedzujúcimi alebo diferencujúcimi hlasovacími právami nie je v právomoci SEC (Securities Exchange Commission).

²⁶ Senátorka Elizabeth Warren v polovici roka 2013 vyjadrila názor, že spoločnosti s nerovnocennými hlasovacími právami by nemali byť spôsobilé vstupovať na verejný trh cenných papierov a vyzýva Newyorskú burzu cenných papierov (NYSE), aby vyžadoval od spoločností, ktorých akcie sú obchodovateľné na burze, prijatie zásady *one share one vote*.

3. Výhody a nevýhody princípu proporcionality

Po neúspešných snahách Európskej únie o zavedenie všeobecného pravidla *one share one vote* sa rozhodovanie o aplikácii proporcionality aktuálne ponecháva na jednotlivé členské štáty Európskej únie alebo na samotné obchodné spoločnosti. Zákonnodarca nie je obmedzený v rozhodnutí, do akej miery prenechá autonómiu o prerozdelení hlasovacích práv a iných osobitných práv spojených s akciami do rúk obchodnej spoločnosti, najmä do rúk dominantných akcionárov rozhodujúcich na valnom zhromaždení o zavedení určitého druhu akcií. Podľa nášho názoru je namieste skúmať optimálnosť tohto pravidla, prípadne jednotlivé možnosti odchýlenia optikou viacerých primárnych aspektov.

3.1. Vyrovnávanie rozdielných záujmov medzi akcionármi

Akciovú spoločnosť tvorí v prvom rade spleť heterogénnych záujmov jednotlivých akcionárov. Ich záujmy sú odlišné podľa miery ich majetkovej alebo nemajetkovej participácie na spoločnosti. Pri hľadaní efektívneho riešenia je, podľa nášho názoru, nevyhnutné hľadať rovnováhu medzi záujmami akcionárov a samotnej akciovej spoločnosti, ako aj rovnocenného postavenia medzi akcionármi. *Easterbrook a Fischel* v klasickom diele argumentujú, že odchýlenia od proporcionality hlasovacej štruktúry vyvolávajú nadmerné transakčné náklady riadenia spoločnosti.²⁷ Podľa ich slov, ak je majetkový podiel akcionára na spoločnosti nižší ako jeho samotný vplyv na riadení a kontrole spoločnosti, je akcionár náchylný prijímať rozhodnutia spojené s väčším hospodárskym rizikom. Z toho vyplýva, že znášanie väčšieho ekonomického rizika ako je reflektované v hlasovacích právach (alebo opačne), má za následok deformáciu záujmov, spôsobu a rozsahu angažovanosti akcionára. Akcionári majú následne tendenciu prijímať riskantné korporátne rozhodnutia vzhľadom na to, že dôsledky rozhodnutia v mene spoločnosti majú predovšetkým dopad na tých akcionárov, ktorí znášajú väčšie hospodárske riziko.

Tento argument je podporený aj historickým pohľadom. Viacnásobné hlasovacie práva, niektoré až so stonásobnými hlasovacími právami na akciu, vydávané za účelom ochrany zakladateľov spoločnosti boli vo viacerých krajinách zneužívané. Negatívna kreativita praxe ukázala nadmerné presadzovanie záujmov určitej (minoritnej) skupiny akcionárov,²⁸ disponujúcich násobnými hlasovacími, teda rozhodovacími právomocami pri malej účasti na imaní spoločnosti. Prostá zákonná prípustnosť neobmedzeného hlasovacieho práva však, podľa nášho názoru, nemusí byť jednoznačne spájaná s hrozbou zneužitia tohto práva a ochranu dotknutých akcionárov možno dôkladne zabezpečiť inými právnymi inštitútmi (napr. ukotvenie všeobecného princípu lojality akcionárov). Navyše, túto argumentáciu nemožno považovať za dostatočnú a aplikovateľnú na všetky

²⁷ EASTERBROOK, F. H., FISCHEL, D. R. Voting in Corporate Law. In *Journal of Law and Economics*, 1983, vol. 26, č. 2, s. 409.

²⁸ Autorka v príspevku vníma a používa pojem minorita (minoritný/menšinový akcionár) vo vzťahu k základnému imaniu, nie podielu na hlasovacích právach.

situácie, keďže množstvo korporátnych a finančne riskantných rozhodnutí vykonáva právne štatutárny orgán bez nutného schválenia konania akcionárskou štruktúrou.

Máme za to, že napriek možnému zneužívaniu osobitných práv spojených s akciami môže existencia rôznych druhov akcií potenciálne znižovať transakčné náklady akciových spoločností. Vlastníctvo a hlasovacie práva by mali byť prerozdelené takým spôsobom, aby informačná asymetria a vysoké transakčné náklady spojené s kontrolou v spoločnosti boli minimalizované. Majetkovo dominantní akcionári, ktorí sa chcú aktívne podieľať na kontrole a správe spoločnosti, tak môžu prostredníctvom väčšieho hlasovacieho práva zabezpečiť svoje postavenie a minoritným akcionárom bez hlasovacieho práva môžu prislúchať iné osobitné práva, napr. prioritné právo na dividendu, čím dochádza ku kompenzácii nedostatku ich podielu na riadiacej úlohe v spoločnosti. Preto, podľa nášho názoru, na rozdiel od presadzovania striktnej proporcionality, konflikty záujmov vznikajúce medzi menšinovými a dominantnými akcionármi by mali byť riešené inými prostriedkami, ktoré zabránia presadzovaniu osobných benefitov kontrolujúcich akcionárov na jednej strane a poskytnú efektívne mechanizmy na ochranu záujmov menšinových akcionárov na strane druhej.

3.2. Ochrana menšinových akcionárov

Zvýšenie ochrany menšinových akcionárov sa považuje za ďalší dôvod aplikácie zásady jedna akcia jeden hlas. Disproporcionálnosť vlastníctva a riadenia môže mať vplyv na nadmerné zneužitie práv menšinových akcionárov dominantnými akcionármi s násobnými hlasovacími právami. Koncepcia proporcionality má podporovať akcionárov aktívne sa zúčastňovať na valnom zhromaždení, ak budú mať rovnaké hlasovacie práva. Princíp môže predstavovať predpoklad vyššieho stupňa aktívnej participácie pri riadení spoločnosti tým, že je *každému* akcionárovi poskytnuté hlasovacie právo. Angažovanosť akcionárov sa má teda zvýšiť poskytnutím hlasovacieho práva všetkým akcionárom na rozdiel všeobecne širšieho práva na informácie,²⁹ ktorému sa doposiaľ venovala zvýšená pozornosť.³⁰ Spoločnosť by v tomto prípade nebola oprávnená emitovať akcie bez hlasovacieho práva (*non-voting shares*). S týmto jednostranným argumentom zvýšenia participácie akcionárov v spoločnosti sa nemôžeme stotožniť. Uplatnenie odchýlok od princípu proporcionality môže naopak predstavovať posilnenie aktívnej účasti menšinového akcionára a vyzdvihnúť jeho postavenie voči dominantnému akcionárovi poskytnutím osobitných práv.

3.3. Sloboda voľného pohybu kapitálu

Ochrana akcionárov a investorov je rovnako spájaná s jednou z ekonomických slobôd vnútorného trhu – slobodou voľného pohybu kapitálu. Zabezpečovanie osobitných

²⁹ CLOTTENS, C., GEENS, K. One Share-One Vote: Fairness, Efficiency and (the CAsE for) EU Harmonisation Revisited. In *The European Company Law Action Plan Revisited: Reassessment of the 2003 priorities of the European Commission*. Leuven University Press, 2010, s. 31 – 32.

³⁰ Smernica Európskeho parlamentu a Rady č. 2004/109/ES z 15. decembra 2004 o harmonizácii požiadaviek na transparentnosť v súvislosti s informáciami o emitentoch, ktorých cenné papiere sú prijaté na obchodovanie na regulovanom trhu, a ktorou sa mení a dopĺňa smernica 2001/34/ES, Ú. v. EÚ L 390, 31. 12. 2004, s. 38 – 57.

práv jednotlivým akcionárom je podľa Súdneho dvora Európskej únie spôsobilé zabrániť alebo obmedziť nadobúdanie akcií a odradiť zahraničné osoby od potenciálneho investovania v cezhraničných spoločnostiach.³¹ Európska únia sa za posledné roky snaží eliminovať prekážky cezhraničného investovania a voľného pohybu kapitálu, o čom svedčí nemalé množstvo rozhodnutí týkajúcich sa tzv. zlatých akcií.³²

Zastávame názor, že nielen zlaté akcie,³³ ale aj hlasovacie stropy, poprípade iné zákonné požiadavky na hlasovacie kvórum sú (za určitých okolností) spôsobilé odradiť zahraničných investorov a viesť k obmedzeniu voľného pohybu kapitálu.

Rôznorodé disproporcionálne hlasovacie štruktúry v jednotlivých členských štátoch môžu brániť príležitosti investovania alebo nadobudnutia kontroly v spoločnostiach registrovaných v iných členských štátoch. Ak potenciálny investor má v úmysle získať účasť alebo kontrolu v zahraničnej spoločnosti, je nútený čeliť „usadeným“ spoločníkom, ktorí majú tendenciu posilniť svoje dominantné postavenie pomocou dostupných hlasovacích odchýlení. Udržiavanie vplyvu kontroly nad spoločnosťou prostredníctvom menšinového podielu a využívanie postavenia na ochranu svojich záujmov v rozpore s hospodárskymi záujmami dotknutej spoločnosti obmedzuje prívod ďalšieho (zahraničného) kapitálu. Potenciálny investor totiž okrem participácie na fungovaní spoločnosti môže mať víziu získania kontroly nad spoločnosťou.

Ďalším rizikom sa stávajú aj akcie s osobitnými právami, ktoré nový vlastník akcie nenadobúda, resp. ak cezhraničným zlúčením alebo splynutím spoločností osobitné práva zanikajú v dôsledku zmeny právneho poriadku, ktorý určitý druh akcií nepripúšťa. Bude preto zaujímavé pozorovať vývoj v oblasti uplatňovania akcií so zvláštnymi právami a ich vplyv na slobodu vnútorného trhu. Prax Súdneho dvora Európskej únie môže postupne priniesť (ne)očakávané závery, ako ukazuje nedávny prípad, v ktorom sa Súdny dvor Európskej únie opätovne dotkol prípadu kontroverzného nemeckého zákona³⁴ (známy ako zákon o VW) a podotkol, že za porušenie slobody voľného pohybu kapitálu sa považujú niektoré prepojené inštitúty nemeckého práva (ustanovenie obsahujúce právo vymenovať členov dozornej rady a stanovenie stropu hlasovacích práv v spojení s ustanovením o znížení prahu blokujúcej menšiny) nie iba osobitná ochrana menšino-

³¹ Pozri bod 47 rozsudku Súdneho dvora Európskej únie vo veci C-543/08 Európska komisia proti Portugalskej republike zo dňa 11. novembra 2010 Zb. s. I-11241. „[...] ako obmedzenia podľa článku 56 ods. 1 ES sa majú kvalifikovať vnútroštátne opatrenia, ktoré sú spôsobilé zabrániť alebo obmedziť nadobúdanie akcií v dotknutých podnikoch, alebo ktoré sú spôsobilé odradiť investorov z iných členských štátov od investovania do ich kapitálu.“

³² Pozri napr. rozsudky Súdneho dvora Európskej únie vo veci C-58/99 Komisia proti Taliansku zo dňa 23. mája 2000, Zb. s. I-3811; C-367/98 Komisia proti Portugalsku, zo dňa 4. júna 2002, Zb. s. I-4731; C-483/99 Komisia proti Francúzsku, Zb. s. I-4781, a C-503/99 Komisia proti Belgicku, Zb. s. I-4809.

³³ Bližšie k problematike zlatých akcií RUCCIA, N. The New and Shy Approach of the Court of Justice Concerning Golden Shares. In *European Business Law Review*, 2013, vol. 24, č. 2, s. 275 – 294, ŠULEKOVÁ, Ž. Ochrana menšinových akcionárov v judikatúre Súdneho dvora Európskej únie. In *Zborník vedeckých prác doktorandov, UPJŠ v Košiciach*, 2013, v tlači. K možnostiam akceptácie právnej úpravy zlatých akcií bližšie pozri GRZEGORCZYK, F. The New Polish Law on the „Golden Veto”: A Model Act for Member States of the European Union. In *European Company Law*, 2912, vol. 9, č. 1, s. 21 – 25.

³⁴ Zákon o privatizácii obchodných podielov spoločnosti s ručením obmedzeným Volkswagenwerk. (BGBl. 1960 I, č. 39, s. 585, a BGBl. 1960 III, s. 641-1-1).

vých akcionárov v podobe zníženia prahu blokujúcej menšiny (tzv. menšinové právo veta), ktoré nemecký zákon naďalej obsahuje. Rozsudok neodpovedá na otázku, či stanovenie stropu pre výkon hlasovacích práv sa samo osebe môže považovať za obmedzenie voľného pohybu kapitálu.³⁵

3.4. Preferencia zmluvnej slobody a dispozitívnych pravidiel

Za jeden z hlavných dôvodov zavedenia všeobecného dispozitívneho pravidla proportionalita sa považuje preferencia zmluvnej slobody a koncepcie zmluvného základu korporácie. Flexibilita práv akcionárov usporiadať si vnútorné záležitosti podľa vlastných potrieb – teda aj individuálneho práva na prerozdelenie hlasovacích oprávnení – je hlavným bodom modernizačných tendencií práva obchodných spoločností. Ako sme už vyššie spomenuli, napriek tomu, že súčasne legislatívne práce sa zameriavajú hlavne na spoločnosti s uzavretou akcionárskou štruktúrou, viditeľný je posun aj na posilňovanie finančných aspektov otvorených spoločností. Sloboda vo vydávaní rôznych druhov akcií alebo osobitných práv spojených s týmito akciami je v niektorých štátoch príznačná aj pre spoločnosti, ktorých akcie sú verejne obchodovateľné.³⁶ Proti zavedeniu kogentného pravidla proportionalita (okrem argumentu zmluvného základu spoločnosti a presadzovania autonómnej vôle jej zakladateľov) svedčí skutočnosť, že odchýlenie sa od striktnej proportionalita prináša za určitých okolností užitočný efekt. Udržanie si dominantného postavenia pri rozhodovanom procese cez osobitné hlasovacie práva môže zároveň vyvolať snahu o expanziu spoločnosti prostredníctvom vonkajšieho kapitálu, ktorého investori nebudú disponovať hlasovacími právami, ale naopak zvýšeným majetkovým podielom na spoločnosti.

Okrem toho môžeme podotknúť, že zavedenie kogentného pravidla *one share one vote* do vnútroštátnych právnych úprav členských štátov prináša riziko obtiažnosti. Napriek jednoduchému inkorporovaniu do zákonných ustanovení tento princíp môže byť zo strany akcionárov a zakladateľov spoločnosti ľahko obchádzaný. Voľba pyramídových a sieťových štruktúr s obdobnými disproporcionálnymi efektmi ako prerozdelenie hlasovacích práv zohrá v tom prípade veľkú rolu. Pyramídová štruktúra je charakteristická tým, že akcionár X drží väčšinový podiel na akciovej spoločnosti A, ktorá má väčšinový podiel v spoločnosti B, a tá drží väčšinový podiel v spoločnosti C. Spoločnosť C je ovládaná osobou – akcionárom X s väčšinovým podielom na jej základnom imaní, ale v dôsledku stupňovitého prerozdelenia zisku medzi ostatných akcionárov spoločností A a B, akcionárovi X prináleží menšinový podiel na zisku spoločnosti C. Na rozdiel od pyramídovej štruktúry o sieťovej štruktúre hovoríme pri spájaní korporácií. Tá vzniká na horizontálnej úrovni, pričom ovládajúca väčšina je distribuovaná medzi viacero akciových spoločností, ktoré sa navzájom ovládajú.³⁷

³⁵ Pozri rozsudok Súdneho dvora Európskej únie vo veci C-95/12 Komisia proti Nemecku zo dňa 22. októbra 2013, doposiaľ v zbierke neuverejnené.

³⁶ KHACHATURYAN, A. Trapped in Delusion: Democracy, Fairness and the One-Share-One-Vote Rule in European Union. In *European Business Organization Review*, T.M.C. Asser Press, 2007, vol. 8, s. 357.

³⁷ Op. cit. 3, s. 298 – 300.

Vyrovňavanie rozdielných záujmov medzi minoritnými a dominantnými akcionármi, ochrana menšinových akcionárov, ako aj v súčasnosti presadzovaná zmluvná autonómia predstavujú dôležité hodnotiace činitele pri hľadaní optimálneho rámca právnych úprav. V nasledujúcej časti poukážeme na príslušné ustanovenia zahraničných právnych poriadkov a ich jednotlivých špecifikácií. Nielen hlasovacie práva, ale aj iné majetkové alebo nemajetkové práva môžu tvoriť „obsah“ jednotlivých druhov akcií, čím dochádza k diferenciácii postavenia akcionárov a vyvažovaniu záujmov odvíjajúcich sa aj od rozsahu angažovanosti na spoločnosti.

4. Rôzne druhy akcií v zahraničných právnych úpravách

Je potrebné konštatovať, že súčasný medzinárodný konsenzus v prípade aplikácie odchýlení sa od princípu proporcionality leží niekde uprostred. Slovenská právna obec³⁸ sa skôr prikláňa k dispozitívnej úprave *one share one vote* ako všeobecného východiskového bodu. Odchýlenia naďalej zostávajú akousi výnimkou. Naopak, zahraničné právne poriadky upravujú rôzne modifikácie zásady proporcionality medzi vlastníctvom a kontrolou, prejavujúce sa v zvyšovaní/znižovaní hlasovacích práv spojených s akciami (4.1.), a rôzne druhy akcií s osobitnými právami, ako aj podmienky ich emitovania (4.2). Komparácia jednotlivých právnych úprav a nových druhov akcií môže byť vzorom pre slovenského zákonodarcu.

4.1. Akcie s rôznymi hlasovacím právami v krajinách európskeho priestoru

Princíp *one share – one vote* nikdy nepredstavoval akýsi základný kameň a právne úpravy podliehali nepretržitým zmenám. **Nemecko** je jedným z príkladov. Vydávanie akcií s viacnásobnými hlasovacími právami alebo akcií s limitovanými hlasovacími právami je od roku 1998 v Nemecku zakázané. V súčasnosti opätovne prebiehajú na akademickej pôde diskusie o možnosti zavedenia akcií s viacnásobnými hlasovacími právami.³⁹ Tendencia smerovania k prinavráteniu metód umožňujúcich diproporcionalitu hlasovacích práv a kapitálovej účasti je teda vysoko aktuálna.

Francúzska právna úprava obsahovala na sklonku minulého tisícročia ustanovenia oprávňujúce spoločnosti vydávať akcie s násobnými hlasovacími právami (*action à vote plural*) bez akéhokoľvek obmedzenia. Postupný vývoj a reforma obchodného práva z roku 2004 priniesla osobitný spôsob riešenia ochrany zakladateľov spoločnosti a dlhodobu angažovaných akcionárov prostredníctvom zavedenia tzv. *vernostných akcií*. Francúzska úprava⁴⁰ pripúšťa akcie s dvojnásobnými hlasovacími právami (*action à droit de vote double*) ako „odmenu“ za dlhodobú angažovanosť akcionárov. Koncept *vernost-*

³⁸ Napr. PATAKYOVÁ, M. Niektoré aspekty právnej úpravy akcií v Obchodnom zákonníku. In Smerovanie českého a slovenského obchodného práva po vstupe do Európskej únie. Košice : UPJŠ v Košiciach, 2006, s. 105.

³⁹ RINGE, F.-G.: Deviations from Ownership-Control Proportionality – Economic Protectionism Revisited. In Company and Economic Protectionism. Oxford : Oxford University Press, 2010, s. 236. WOOLDRIDGE, F. Voting rights in German public companies. In The Company Lawyer, 2013, vol. 34, č. 2, s. 51 – 55.

⁴⁰ Čl. L. 225-123 Code de Commerce.

ných akcií garantuje dvojnásobné hlasovacie práva akcionárom zapísaných po dobu najmenej dvoch rokov (ak stanovy alebo valné zhromaždenia neustanovuje dlhšiu dobu) v zozname akcionárov spoločnosti. Podmienenie násobného hlasovania participáciou na valnom zhromaždení zvyšuje demokratický stupeň samotného rozhodovania akcionárov. Vernostné akcie tak predstavujú motivačný mechanizmus pre aktívnu angažovanosť akcionárov na spoločnosti. Zdvojnásobenie hlasovacieho práva ale *nie je* konštrukciou zvláštného druhu akcií. Vernostné hlasovacie práva sú viazané priamo na osobu akcionára, nie na samotnú akciu. Teda, každý akcionár spĺňajúci určité podmienky je oprávnený získať osobitné práva. Prevodom príslušnej akcie na nadobúdateľa osobitné práva zanikajú. Nadobúdateľ akcie sa nedostáva do osobitného postavenia, ktoré mu zabezpečuje zdvojnásobenie hlasovacieho práva, ibaže by spĺňal zákonom predpísané podmienky.⁴¹ Zaujímavosťou je tretí odsek čl. 225-123 *Code de Commerce*, podľa ktorého zakladateľský dokument môže obmedziť vydávanie týchto akcií len francúzskym štátnym príslušníkom, štátnym príslušníkom iného členského štátu Európskej únie a štátov, ktoré sú zmluvnými stranami Dohody o Európskom hospodárskom priestore.

Obdobne sa za zvláštny druh akcie nepovažuje úprava obmedzenia výkonu hlasovacieho práva maximálnym počtom hlasov pre všetkých akcionárov, tzv. hlasovacích stropov. Hlasovacie stropy boli pôvodne francúzskym zákonodarcom zavedené za účelom zvýšenia ochrany pozície menšinového akcionára. Na tomto mieste môžeme poznamenať, že na rozdiel od úpravy Francúzska (čl. L 225-125 *Code de Commerce*), Česka (§ 353 ods. 2 Zákon obchodných korporácií⁴²) a Slovenska (§ 180 ods. 1 Obchodný zákonník), sú hlasovacie stropy zakázané v Nemecku (§ 134 ods. 1 *Aktiengesetz*),⁴³ Taliansku (čl. 2351 *Codice Civile*) a po nedávnej reforme z roku 2010 aj v Španielsku (čl. 105. 2 *Ley de Sociedades Anónimas*), avšak obmedzene len na spoločnosti kótované na burze. Uplatnenie stropu hlasovacích práv je v týchto právnych úpravách prípustné pre uzavreté spoločnosti.

Zákonné ustanovenia **talianskej právnej úpravy** umožňujú emitovať rôzne druhy akcií podľa pravidiel upravených v zakladateľskej zmluve. Akcionári majú právo rozhodovať o váhe svojej investície bez ohľadu na proporionalitu medzi vneseným kapitálom a vlastníctvom akcií a emitovať rôzne druhy akcií v medziach zákonných obmedzení. Nedávna reforma talianskeho práva obchodných spoločností (v účinnosti od januára 2004) výslovne zakazuje vydávať akcie s viacnásobnými hlasovacími právami.⁴⁴ Právna úprava teda neposkytuje akcionárom absolútnu slobodu a možnosti modifikácie sú upravené zákonom.

Hoci právna úprava spája s každou akciou právo hlasovať, stanovy môžu upraviť vydávanie akcií bez hlasovacieho práva (*azioni senza diritto di voto*), s obmedzenými

⁴¹ Podľa názoru autorky, zákonodarca ustanovil možnosť zakladateľským dokumentom obmedziť vydávanie vernostných akcií len na zákonom uvedené fyzické osoby z dôvodu potenciálnej hrozby špekulatívnych štruktúrnych zmien v obchodných spoločnostiach, ktoré by ako akcionári s dvojnásobným hlasovacím právom vystupovali v danej spoločnosti.

⁴² Zákon č. 90/2012 Sb. Zákon o obchodných spoločnostiach a družstvech.

⁴³ WOOLDRIDGE, F. Voting rights in German public companies. In *The Company Lawyer*, 2013, vol. 34, č. 2, s. 51 – 55.

⁴⁴ Čl. 2351 *Codice Civile*.

hlasovacími právami k určitému predmetu (*azioni con diritto di voto limitato a particolari argomenti*), s hlasovacím právom podriadené splneniu určitej požiadavky (*azioni con diritto di voto subordinato al verificarsi di particolari condizioni*). Súhrn menovitých hodnôt akcií s obmedzenými hlasovacími právami ale nesmie prekročiť polovicu základného imania.

Spomínaná reforma práva obchodných spoločností sa netýkala výlučne posilnenia autonómie pre uzavreté spoločnosti, ale našiel sa priestor na zavedenie dispozitívnych pravidiel rovnako pre spoločnosti kótované na burze. Nová talianska právna úprava umožňuje vydávanie akcií bez hlasovacieho práva (*azioni di risparmio*) aj pre spoločnosti otvorené.⁴⁵ Pri absencii hlasovacích práv však spoločenská zmluva musí upraviť iné (finančné) privilégia spojené s akciami (obdobne ako slovenská právna úprava prioritných akcií).

Portugalská právna úprava výslovne zakazuje emitovať akcie s dvojnásobným hlasovacím právom alebo s viacnásobnými hlasovacími právami (čl. 384, ods. 5 Código das Sociedades Comerciais). Obdobne je to tak v **Rakúsku** (§ 12 ods. 3 Aktiengesetz) a **Belgicku** (čl. 541 Code des Sociétés).

Posilnenie disproportionality medzi podielom akcionára na základnom imaní a jeho hlasovacej sily sa stalo východiskom pre rekodifikovanú všeobecnú úpravu práva akciových spoločností v medziach **nového českého zákona** č. 90/2012 Sb. o obchodných spoločnostiach a družstvech (ďalej len „Zákon o obchodných korporáciách“), ktorý umožňuje akciovej spoločnosti vydávať, okrem doteraz upravených kmeňových a prioritných akcií, aj akcie s rozdielnou váhou hlasov, resp. iné druhy akcií, ktoré zákon nepomenúva.⁴⁶ Zákon o obchodných korporáciách pripúšťa vydávanie akcií s násobnými hlasovacími právami bez stanovenia akéhokoľvek obmedzenia alebo limitu na emitovanie týchto akcií. Česká úprava tak činí odlišne od právnych úprav európskych štátov, ktoré viacnásobné hlasovacie práva zrušili alebo výrazne obmedzili.⁴⁷ Bude zaujímavé pozorovať, ako sa česká právna prax vysporiada s takto otvorenou právnou úpravou, ktorá nelimituje ani neurčuje hranice autonómnej vôle akcionárov.

Medzi inštitúty, ktorými sa český zákonodarca po novom odchyľuje od princípu proporcionality, možno zaradiť aj inštitút *kumulatívneho* hlasovania, účelom ktorého je hlavne posilnenie aktívnej participácie menšinových akcionárov. K zvýšeniu počtu hlasov menšinových akcionárov dochádza pri rozhodovaní o voľbe členov orgánov a túto možnosť musia stanovy výslovne upravovať.⁴⁸

⁴⁵ Čl. 145 Decreto legislativo, n. 58/1998 Testo Unico della Finanza.

⁴⁶ Bližšie k upusteniu od *numerus clausus* a akciám s rozdielnou váhou hlasov ČERNÁ, S. O akcií s rozdielnou váhou hlasov v budúcom českém akciovém právu. In Obchodněprávní revue, 2012, roč. 4, č. 7 – 8, s. 193 – 196.

⁴⁷ Pozri bližšie vybrané právne úpravy skúmané v diele citovanom v predchádzajúcej poznámke.

⁴⁸ § 354 Zákon o obchodných korporáciách „Určí-li tak stanovy, volí se členové orgánů společnosti kumulativním hlasováním.“. Bližšie dostupná komentárová literatúra ŠTENGLOVÁ, I. in ŠTENGLOVÁ, I., a kol. Zákon o obchodných korporáciách. Komentář. Praha: C. H. Beck, 2013, s. 538. JOSKOVÁ, L. in HEJDA, J. a kol. Zákon o obchodných korporáciách. Výklad jednotlivých ustanovení včetně návaznosti na české a evropské předpisy. Praha: Linde Praha, 2013, s. 390 – 391.

Okrem akcií s násobnými právami Zákon o obchodných korporáciách ponúka široký priestor pre emitovanie rôznorodých druhov akcií nielen s rozdielnym podielom na zisku a likvidačnom zostatku alebo s rozdielnou váhou hlasov. Obsah práv spojených s takýmito akciami zákon nijakým spôsobom nelimituje.

1.2. Akcie spojené s osobitnými právami

S akciou môžu byť spájané aj iné práva ako tie vzťahujúce sa na spôsobilosť hlasovať a valnom zhromaždení alebo nadobudnutie prednostného podielu na zisku. Ako už bolo naznačené, nová **česká právna úprava** pripúšťa emitovanie rôznych druhov akcií. Zákon o obchodných korporáciách jednotlivé druhy nepomenúva, otvára široký priestor na ich emitovanie a explicitne žiadne hranice alebo limitácie neustanovuje (samozrejme, okrem prípadu, ak by zvýhodnenie v neodôvodnenej intenzite odporovalo dobrým mrantom a verejnému poriadku).⁴⁹ Ustanovenie § 276 ods. 3 Zákona o obchodných korporáciách používa spojenie „*akcie so zvláštnymi právami*“, pričom výpočet zvláštnych práv, teda druhov akcií je demonštratívny.⁵⁰ Akciová spoločnosť je oprávnená vydávať akcie s osobitnými právami, a to nielen v nadväznosti na vyšší podiel na zisku a viacnásobné hlasovacie práva. Zákonodarcia tak umožňuje vydávať akcie, s ktorými sú spojené akékoľvek práva, s výnimkou tých, ktoré zákon výslovne zakazuje. Časť právnej obce zastáva názor, že s akciou nemôžu byť spojené akékoľvek práva, ale len tie, súvisiace s účasťou akcionára ako spoločníka na spoločnosti.⁵¹ Pri určovaní osobitných práv spojených s akciami nám môže slúžiť komparácia zahraničných právnych poriadkov upravujúcich nielen alternatívnych druhov akcií alebo osobitných práv.

Ak zostaneme pri akciovom práve európskych právnych poriadkov, stretneme sa najmä s tzv. *odkúpiteľnými akciami*⁵² (*redeemable shares*), ktoré je spoločnosť oprávnená odkúpiť späť do alebo od určitého času za splnenia vopred dohodnutých podmienok.⁵³ **Taliani** právna úprava po reformných zmenách zaviedla možnosť emitovať odkúpiteľné akcie, tie však nepovažuje za samostatný druh akcií.⁵⁴ Okrem toho právna úprava jasne ustanovuje, či samotný vlastník odkúpiteľnej akcie je oprávnený spustiť proces odkúpenia, a ani to, či je oprávneným adresátom akcie spoločnosť alebo iní akcionári. Talian-

⁴⁹ Ust. § 1 ods. 2 zákona č. 89/2012 Sb. Občanský zákoník.

⁵⁰ § 276 ods. 3 Zákona o obchodných korporáciách „*S akciemi se zvláštními právy může být spojen zejména rozdílný, pevný, nebo podřízený podíl na zisku nebo na likvidačním zůstatku, anebo rozdílná váha hlasů.*“.

⁵¹ Pozri ŠTENGLIOVÁ, I. in ŠTENGLIOVÁ, I. a kol. Zákon o obchodných korporáciách. Komentár. Praha : C. H. Beck, 2013, s. 468 – 469.

⁵² Základ tohto druhu akcií nachádzame v druhej smernici Rady č. 77/91/EHS o koordinácii ochranných opatrení, ktoré členské štáty vyžadujú od obchodných spoločností na ochranu záujmov spoločníkov a tretích osôb zmysle druhého odseku článku 58 Zmluvy, pokiaľ ide o zakladanie akciových spoločností, udržiavanie a zmenu základného imania, s cieľom dosiahnuť rovnocennosť týchto opatrení zo dňa 13. decembra 1976, Ú. v. ES L 26, 31. I. 1977, s. 1 – 13, mimoriadne vydanie v slovenskom jazyku: Kapitola 17 Zväzok 01 s. 8 – 20.

⁵³ VITALI, M. L. Classes of Shares and Share Redemption in Italian and UK Company Law: the Peculiar Case of the Redeemable Shares. In Electronic Journal of Comparative law, 2006, vol. 10.2. Dostupné na: <http://www.ejcl.org/102/art102-2.pdf>.

⁵⁴ Čl. 2437-sexies Codice Civile.

ska právna obec vedie permanentné diskusie a zdá sa, že presadzuje záver, že iba samotná spoločnosť a akcionári, ktorí nevlastnia odkúpiteľné akcie, sú oprávnení na kúpu týchto akcií.⁵⁵

Rovnako **španielska** právna úprava v ostatnej dobe napreduje smerom k liberálnejšej úprave. Okrem kmeňových akcií upravuje prioritné akcie, akcie bez hlasovacieho práva a odkúpiteľné akcie (*acciones rescatables*) zavedené reformou v roku 1998, avšak tie sú spôsobilé emitovať len kótované spoločnosti za podmienky, že súhrn ich menovitých hodnôt neprekročí 25 % základného kapitálu, pričom spoločnosť nie je oprávnená uplatniť si právo výkupu v trojročnej lehote od vydania príslušnej akcie.⁵⁶

Všeobecný dispozitívny princíp proporcionality obsahuje **portugalská právna úprava**,⁵⁷ ktorá otvára priestor pre rôzne druhy akcií so zvláštnymi právami (čl. 302, ods. 1 Código das Sociedades Comerciais). Formulácia sa zdá byť dostatočne široká, napriek tomu zákonná právna úprava obsahuje viacero limitácií. Do úvahy prichádzajú tzv. *reimbursed shares*, v portugalskej právnej úprave rozpoznávané pod názvom *ações de fruição* (čl. 346- 347 Código das Sociedades Comerciais). Majiteľom týchto akcií je úplne alebo aspoň čiastočne vyplatená suma v nominálnej hodnote akcií a týmto akciám sú následne odňaté ekonomické práva (právo na dividendu a právo na podiel na likvidačnom zostatku), iné zostávajú nedotknuté, ako napríklad hlasovacie práva. Obdobne aj **francúzska** právna úprava obsahuje úpravu tohto typu akcií, a to pod názvom *actions de jouissance* (čl. 225-198 Code de Commerce).

Akcie môžu inkorporovať aj iné zvláštne práva s cieľom dosiahnuť požadovaný účel. Akciová spoločnosť nie je len oprávnená vydávať viacero druhov akcií, ale jednotlivé druhy prerozdeliť medzi samotných akcionárov. V tom prípade akciová spoločnosť môže vydať viac druhov akcií, z ktorých každému akcionárovi prináleží určitý percentuálny podiel (rozdielne percentuálne podiely na hlasovacích právach, právach na dividendu a likvidačnom zostatku). Ako príklad uvedieme spoločnosť vydávajúcu dva druhy akcií s rovnakými právami (na podiel na zisku a prerozdelenie hlasovacích práv), ktoré sú vydávané za účelom ochrany akcionárov oboch druhov akcií v prípade, ak dôjde k blokáci (*deadlock*) rozhodnutí alebo pri menovaní riadiaceho orgánu. Stanovy tak môžu určiť, že dvoch členov riadiaceho orgánu volia majitelia jedného druhu akcií, a ostatných dvoch členov majitelia druhého. Typickým príkladom je **taliánska** právna úprava, ktorá vyžaduje, aby spoločnosti, ktorých akcie sú kótované na burze, prijali tzv. mechanizmus „*voto di lista*“ zabezpečujúci menšinovým akcionárom voliť minimálne jedného člena riadiaceho orgánu.⁵⁸ Úprava situácií, ktoré môžu vyústiť do blokácie rozhodnutia spoločnosti, sa však vo väčšine prípadov upravuje dohodou medzi akcionármi (*shareholders agreement*), a nie samotným vydávaním konkrétneho druhu akcie.

⁵⁵ Op. cit. 48, s. 32.

⁵⁶ Čl. 92 bis- 92ter Ley de Sociedades Anónimas.

⁵⁷ ANTUNES, J. E. An Economic Analysis of Portuguese Corporation Law - System and Current Developments. Dostupné na http://www.estig.ipbeja.pt/~ac_direito/antunes.pdf.

⁵⁸ Čl. 147-ter *Testo Unico della Finanza*. Obdobne v Španielsku, dispozitívne pravidlo obsiahnuté v čl. 137 Ley de Sociedades anónimas, Bližšie ALVARO S., a i. Il voto di lista per la rappresentanza di azionisti di minoranza nell'organo di amministrazione delle società quotate. Roma: Quaderni Guiridici, 2012, s. 24.

Pod vplyvom amerického akciového práva sa v talianskej právnej úprave objavujú aj tzv. *tracking shares*. Tieto akcie reprezentujú podiel na základnom imaní spoločnosti, ale podiel na zisku plyní akcionárovi iba z jednej z činností, ktoré spoločnosť uskutočňuje.⁵⁹

Okrem toho môžeme spomenúť tzv. konvertibilné akcie (*convertible shares*), ktoré sú oprávnené vydávať spoločnosti podľa amerického akciového práva. Tieto akcie sú spôsobilé transformácie na iný druh akcií za splnenia stanovených podmienok v zakladateľskom dokumente.⁶⁰ V európskom priestore sa však častejšie stretávame s konvertibilnými dlhopismi, ktoré umožňujú majiteľovi zameniť dlhopis za kmeňovú akciu spoločnosti.

Z vyššie uvedených príkladov usudzujeme, že kreativite sa v prípade demonštratívnej úpravy a emitovaní rôznych druhov akcií medze nekladú. Vydávanie akcií s viacnásobnými hlasovacími právami, ako aj vydávanie akcií s „akýmkoľvek“ právami na jednej strane posilňuje zmluvnú autonómiu obchodných spoločností, na druhej strane môže v budúcnosti viesť k narastajúcemu počtu konfliktov, a to najmä pri nedostatočne formulovaných stanovách alebo nadmerným zvýhodňovaním určitej skupiny akcionárov. Nástroje stabilizácie akcionárskej štruktúry sa tak stanú zaručene predmetom úvah súdnych orgánov.

5. Úprava nových druhov akcií v slovenskom akciovom práve?

Otázne naďalej ostáva, ktorým smerom sa má vydať **slovenské akciové právo** pri hľadaní optimálneho riešenia pre reguláciu modifikácií zásady proporcionality. Súčasná právna úprava stojí na uzavretom počte druhu akcií. Okrem kmeňových akcií zákonodarcu umožňuje vydávať prioritné akcie zakladajúce právo na väčší podiel na zisku, prípadne prednosť pri výplate dividendy, s obmedzením hlasovacieho práva na valnom zhromaždení, ak tak určia stanovy.⁶¹ Striktné dodržiavanie zásady proporcionality sa nevyžaduje ani pri otvorených spoločnostiach.

Odchýlenie je prípustné aj uplatnením stropu hlasovacích práv.⁶² Avšak obmedzenie výkonu hlasovacieho práva určením najvyššieho počtu hlasov jedného akcionára (v rovnakom rozsahu pre každého akcionára) alebo odstupňovaním počtu hlasov v závislosti od určitých menovitých hodnôt akcií, ako už bolo naznačené, sa nepovažuje za zvláštny druh akcie. Spájanie iných zvýhodnení s akciami sa nepripúšťa.

Má slovenská právna úprava smerovať v šľapajach českého zákonodarcu a umožniť širokú slobodu pri emitovaní akcií so zvláštnymi právami (teda aj právami, ktoré nemusia priamo súvisieť s účasťou na spoločnosti), alebo na druhej strane má síce prelomiť

⁵⁹ Viac k problematike transplantácie *tracking share* do európskeho prostredia pozri SCHNORBUS, Y. Tracking Stock in Germany: Is German Corporate Law Flexible Enough to Adopt American Financial Innovations? In Journal of International Economic Law, University of Pennsylvania, 2001, s. 541.

⁶⁰ Ust. § 6.01 The Model Business Corporation Act.

⁶¹ Na rozdiel od koncepcie v slovenskom Obchodnom zákonníku, český zákonodarcu upravil v § 278, ods. 2 Zákon o obchodných korporáciách vydávanie prioritných akcií bez hlasovacieho práva, ibaže stanovy neurčia inak.

⁶² Op. cit. č. 35, s. 105.

numerus clausus, ale zároveň upraviť podmienky vydávania jednotlivých druhov akcií, resp. modifikácii pri hlasovaní, ktoré môžu stanovy detailne upravovať?

Neobmedzenosť vydávania akcií spojených s osobitnými právami prináša potenciálne riziko nepriaznivých dôsledkov. Sloboda pri formulácii práv prináležiacich akcionárovi môže viesť k zvýhodňovaniu niektorých akcionárov a zvyšovaniu konfliktov v spoločnosti, ktoré sa môžu stať predmetom dlhotrvajúcich súdnych sporov. Na druhej strane jednotlivé zákonné limity zasahujú do zmluvnej autonómie samotných akcionárov. Máme však za to, že právny rámec má poskytovať adekvátne limity za účelom ochrany akcionárskej štruktúry a predchádzať nadmernému vzniku konfliktných situácií spojených s vydávaním „akéhokoľvek“ druhu akcií. Podľa nášho názoru, zmluvná sloboda by v tomto prípade nemala byť absolútna, naopak, vyžaduje sa určenie minimálnych zákonných požiadaviek za účelom ochrany zúčastnených osôb. Z toho dôvodu nepovažujeme českú právnu úpravu za adekvátny vzor pre slovenského zákonodarcu. Tá síce odzrkadľuje zmluvný základ korporácie a výrazne posilňuje zmluvnú autonómiu, ale stáva sa zdrojom nejasných konštrukcií práv viazaných s akciami.

Prax vo viacerých štátoch a novodobé tendencie ukazujú, že hlasovacie práva sú nástrojom ovládania spoločnosti a bez ich limitácie hrozí riziko ich značného zneužitia. Hrozba deformácie záujmov a rozhodnutí akcionárov s veľkými hlasovacími právami, ako aj obmedzenosť vstupu iných investorov do spoločnosti možno považovať za negatívne následky neexistencie zákonných limitácií násobných hlasovacích práv.

Zneužívanie mnohonásobných hlasovacích práv dokazuje, že ani slovenský zákonodarca by sa nemal vydať týmto smerom, ale naopak, má jednoznačne uvažovať o optimálnych obmedzeniach širokej zmluvnej autonómie spoločnosti v prípade zavedenia demonštratívneho výpočtu druhu akcií, ako je to v niektorých európskych právnych úpravách. Stanovenie zákonných limitov môže viesť k zabezpečeniu právnej istoty a obmedzeniu priestoru pre zneužívanie práv a záujmov zúčastnených osôb.

Na základe analýzy jednotlivých druhov akcií v právnych úpravách európskych štátov navrhujeme, aby slovenský zákonodarca upustil od koncepcie *numerus clausus* a v zákone upravil tie akcie, ktoré si vyžadujú osobitnú reguláciu a jasne stanovil obmedzenia pri vydávaní ďalších druhov akcií. Demonštratívny výpočet jednotlivých druhov akcií alebo práv s nimi spojenými by jednoznačne slúžil ako návod na formuláciu stanov pre používateľov právnych noriem a zabezpečenie právnej istoty v tom, čo je právom ešte dovolené a naopak, čo možno považovať za zneužitie práva v rozpore s dobrými mravmi alebo verejným poriadkom.

Jedným z navrhovaných modelov pre slovenské akciové právo je zaručene úprava inštitútu *kumulatívneho hlasovania*, ktorý zvyšuje pozíciu menšinových akcionárov pri voľbe do orgánov spoločností. Za účelom ochrany záujmov zúčastnených osôb by mal zákonodarca zároveň trvať na tom, že zavedenie, resp. modifikácia takéhoto hlasovania si vyžaduje súhlas všetkých akcionárov. Navyše spoločnosti by mali byť oprávnené emitovať akcie bez hlasovacieho práva alebo akcie spojené s obmedzeným hlasovacím právom, avšak súhrn ich menovitých hodnôt by mal byť zákonom limitovaný, resp. nedostatok hlasovacieho práva by mal byť kompenzovaný poskytnutím iného osobitného

práva (napr. právom na vyšší podiel na zisku). V neposlednom rade autorka považuje za prínosné zavedenie možnosti vydávať tzv. *tracking shares* a odkúpiteľné akcie, ktorých podmienky by boli bližšie špecifikované v stanovách akciových spoločností. Vzhľadom na zahraničné skúsenosti s *viacnásobnými hlasovacími právami* túto možnosť nepovažujeme za adekvátne riešenie pre budúcu právnu úpravu akciového práva.

Záver

Ako sme mohli pri jednotlivých ustanoveniach akciového práva v európskych štátoch vidieť, zásada proporcionality sa považuje len za východiskovú dispozitívnu zásadu s viacerými možnosťami jej modifikácie, a to pri uzatvorených, rovnako ako pri otvorených spoločnostiach. Podpora dlhodobej angažovanosti akcionárov a posilnenie zmluvnej slobody v akciovom práve podporuje argumentáciu v prospech odchýlenia sa od princípu proporcionality. Ako vyplýva z načrtnutej komparácie, zahraničné právne úpravy neposkytujú akcionárom rovnaký priestor pre kreativitu pri úprave vnútorných vzťahov. V porovnaní so slovenskou právnou úpravou umožňujú výraznejšie variácie odchýlenia sa od zásady proporcionality a zároveň sa snažia ponúknuť dostatočný právny rámec na zabezpečenie korporátnej stability.

O jednotnosti úpravy existujúcich odchýlení od princípu proporcionality naprieč Európou nemožno hovoriť. Rozdielne právne úpravy môžu vyvolávať právnu neistotu najmä v prípadoch cezhraničných presunov spoločností (napríklad, ak česká spoločnosť, ktorá emitovala akcie s viacnásobnými hlasovacími právami, chce preniesť svoje sídlo do Belgicka, kde je vydávanie akcií s viacnásobnými hlasovacími právami zakázané). Najbližšie kroky Európskej únie tak môžu viesť aspoň k minimálnej harmonizácii odchýlení sa od zásady proporcionality (proces implementácie, zákonné limity a iné), ktoré považujeme za menej intenzívne zásahy do autonómie akcionárov ako zavedenie všeobecného (kogentného) pravidla jedna akcia jeden hlas.⁶³

Literatúra

- ALVARO, S. a i. Il voto di lista per la rappresentanza di azionisti di minoranza nell'organo di amministrazione delle società quotate. Roma : Quaderni Guiridici, 2012
- ADAMS, R., FERREIRA, D. One Share-One Vote: The Empirical Evidence. In Review of Finance, 2008, vol. 12
- ANTUNES, J. E. An Economic Analysis of Portuguese Corporation Law – System and Current Developments. Dostupné na http://www.estig.ipbeja.pt/~ac_direito/antunes.pdf
- BEBCHUK, L., HART, O. Takeover Bids vs. Proxy Fights in Contests for Corporate Control. John M. Olin Discussion paper series no. 336, Cambridge : Harvard University, 2001
- BEBCHUK, L., KRAAKMAN, R., TRIANTIS, G. Stock Pyramids, Cross-Ownership, and the Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights. In Concentrated Corporate Ownership. University of Chicago Press, 2000
- BERLE, A., MEANS, G. C. The Modern Corporation and Private Property. New York : The Macmillan Company, 1932, reedícia 1967

⁶³ Táto práca bola podporovaná Agentúrou na podporu výskumu a vývoja na základe zmluvy č. APVV-0518-11.

- BODIE, M. T., HAYDEN, G. M. The False Promise of One Share, One Vote. In *Cardozo Law Review*, 2008 vol. 30:2
- BURKART, M., LEE, S. One Share – One Vote: The Theory. In *Review of Finance*, 2008, č. 12
- BURKART, M., LEE, S. Proportionality between Ownership and Control in EU Listed Companies: Comparative Legal Study. European Commission, 2007
- BURKART, M., LEE, S. The One Share – One Vote Debate: A Theoretical Perspective. ECGI- Finance Working Paper, 2007, č. 176
- CLOTTENS, C., GEENS, K. One Share – One Vote: Fairness, Efficiency and (the Case for) EU Harmonisation Revisited. In *The European Company Law Action Plan Revisited: Reassessment of the 2003 priorities of the European Commission*. Leuven University Press, 2010
- ČERNÁ, S. O akciích s rozdílnou vahou hlasů v budoucím českém akciovém právu. In *Obchodněprávní revue* 2012, roč. 4, č. 7 – 8
- COATES, J. Ownership, Takeovers and EU Law: How Contestable Should EU Corporations Be? *Harvard Law and Economics Discussion Paper 450*, Cambridge : Harvard University, 2003
- EASTERBROOK, F. H., FISCHER, D. R. Voting in Corporate Law. In *Journal of Law and Economics*, 1983 vol. 26, č. 2
- GRZEGORCZYK, F. The New Polish Law on the „Golden Veto”: A Model Act for Member States of the European Union. In *European Company law*, 2012, vol. 9, č. 1
- HAVEL, B. Předpokládané změny obchodního práva při rekodifikaci práva soukromého aneb nad návrhem obchodního zákona. In *Obchodněprávní revue*, 2009, roč. 1, č. 1
- HEJDA, J. a kol. Zákon o obchodních korporacích. Výklad jednotlivých ustanovení včetně návaznosti na české a evropské předpisy. Praha : Linde Praha, 2013
- KHACHATURYAN, A. Trapped in Delusion: Democracy, Fairness and the One-Share-One-Vote Rule in European Union. In *European Business Organization Review*, T.M.C. Asser Press, 2007, vol. 8
- MARTIN, S. P., PARTNOY, F. Encumbered Shares. In *University of Illinois Law Review*, 2005, No. 3
- McCAHERY, J., RENNEBOOG, L. The Economics of Takeover Regulation in the EU. CEPS Research Report in Finance and Banking No. 32, Brussels : CEPS, 2003
- OVEČKOVÁ, O. a kol. Obchodný zákoník. Komentár. 3. vyd. Bratislava : Iura Edition, 2012, s. 723
- PATAKYOVÁ, M. Niektoré aspekty právnej úpravy akcií v Obchodnom zákoníku. In *Smerovanie českého a slovenského obchodného práva po vstupe do Európskej únie*. Košice : UPJŠ, 2006.
- PATAKYOVÁ, M. a kol. Obchodný zákoník. Komentár. 3. vyd. Praha : C. H. Beck, 2010
- RICHTER, T. Kuponová privatizace a její vlivy na správu a financování českých akciových společností. Praha : Karolinum, 2005
- RINGE, F-G. Deviations from Ownership-Control Proportionality – Economic Protectionism Revisited. In *Company and Economic Protectionism*, Oxford University Press, 2010
- RUCCIA, N. The New and Shy Approach of the Court of Justice Concerning Golden Shares. In *European Business Law Review*, 2013, vol. 24, č. 2
- SCHNORBUS, Y. Tracking Stock in Germany: Is German Corporate Law Flexible Enough to Adopt American Financial Innovations? In *Journal of International Economic Law*, University of Pennsylvania, 2001
- SUCHOŽA, J., HUSÁR, J. a kol. Obchodné právo. Bratislava : Iura Edition, 2009
- ŠTENGLOVÁ, I. in ŠTENGLOVÁ, I. a kol. Zákon o obchodních korporacích. Komentář. Praha : C. H. Beck, 2013
- ŠULEKOVÁ, Ž. Modernizácia a tendencie smerovania európskeho práva obchodných spoločností. In *Justičná revue*, 2013, roč. 65, č. 6 – 7
- ŠULEKOVÁ, Ž. Ochrana menšinových akcionárov v judikatúre Súdneho dvora Európskej únie. In *Zborník vedeckých prác doktorandov*. Košice : UPJŠ, 2013, v tlači
- VITALI, M. L. Classes of Shares and Share Redemption in Italian and UK Company Law: the Peculiar Case of the Redeemable Shares. In *Electronic Journal of Comparative law*, 2006, vol. 10.2
- WOOLDRIDGE, F. Voting rights in German public companies. In *The Company Lawyer*, 2013, vol. 34, č. 2