

UNIVERZITA KARLOVA

Právnická fakulta

Alexander Kelemen

**Akcie s násobným hlasovacím právom v
komparatívnej perspektíve a svetle judikatúry
SDEU**

Diplomová práca

Vedúci diplomovej práce: JUDr. Klára Hurychová Ph.D.

Katedra: Katedra obchodného práva

Dátum vypracovania práce (uzavretie rukopisu): 25.3.2024

Prehlasujem, že som predkladanú diplomovú prácu vypracoval samostatne, že všetky použité zdroje boli riadne uvedené a že práca nebola využitá k získaniu iného alebo rovnakého titulu.

Ďalej prehlasujem, že vlastný text tejto práce vrátane poznámok pod čiarou má **327 959** znakov vrátane medzier.

.....
Alexander Kelemen

V Prahe dňa 25. marca 2024

Pod'akovanie

Na tomto mieste by som chcel pod'akovať JUDr. Kláre Hurychovej Ph.D., za cenné rady a konštruktívne pripomienky, ktoré mi pri písaní tejto práci poskytla a ktoré mi veľmi pomohli, za ľudský prístup a vytváranie inšpiratívneho prostredia.

Ďalej by som chcel pod'akovať svojej rodinne, priateľke a najbližším kamarátom za obrovskú podporu v priebehu celého štúdia a pomoc pri dokončení tejto práce.

Obsah

| | |
|--|-----------|
| ÚVOD | 6 |
| 1. ANALÝZA AKCIÍ S NÁSOBNÝM HLASOVACÍM PRÁVOM | 12 |
| 1.1. Pojmové zakotvenie akcie s násobným hlasovacím právom | 14 |
| 1.2. „One share-one vote“ systém | 17 |
| 1.2.1. Princíp rovnosti akcionárov | 20 |
| 1.2.2. Zásada rovného zachádzania so všetkými akcionármi | 21 |
| 1.3. Akciové spoločnosti s duálnym systémom akcií | 26 |
| 1.3.1. Akcionárska štruktúra | 26 |
| 1.3.2. Sektor podnikania | 29 |
| 1.4. Dopady adopcie akcií s násobným hlasovacím právom na akciovú spoločnosť | 33 |
| 1.4.1. Posilnenie postavenia vlastníka akcií s násobným hlasovacím právom | 34 |
| 1.4.1.1. Zlepšenie problému zastúpenia medzi manažmentom a akcionármi | 36 |
| 1.4.1.2. Podpora kvalifikovaného a efektívneho riadenia spoločnosti | 43 |
| 1.4.1.3. Posilnenie orientácie na dlhodobé zhodnotenie spoločnosti (<i>long-termism</i>) | 47 |
| 1.4.1.4. Ochrana pred nepriateľským prevzatím a podpora kótovania | 50 |
| 1.4.2. Zhoršenie postavenia minoritných akcionárov | 55 |
| 1.4.2.1. Prehĺbenie problému zastúpenia medzi majoritnými a minoritnými akcionármi a zneužitie postavenia majoritnými akcionármi | 55 |
| 1.5. Dopad adopcie akcií s násobným hlasovacím právom na hodnotu spoločnosti | 62 |
| 1.5.1. Statické štúdie | 63 |
| 1.5.2. Dynamická analýza | 64 |
| 1.6. Záver | 69 |
| 2. KOMPATÍVNY POHĽAD NA AKCIE S NÁSOBNÝM HLASOVACÍM PRÁVOM V ČLENSKÝCH ŠTÁTOCH EURÓPSKEJ ÚNIE | 71 |
| 2.1. Európska regulačná súťaž | 72 |
| 2.2. Sumár jurisdikcií členských štátov Európskej únie | 76 |
| 2.3. Významné jurisdikcie Európskej únie | 78 |
| 2.3.1. Francúzsko a vernostné akcie | 79 |
| 2.3.2. Taliansko a reformné jurisdikcie | 81 |
| 2.3.3. Nemecko | 84 |
| 2.3.4. Holandsko | 86 |
| 2.4. Záver | 87 |
| 3. POSTAVENIE AKCIÍ S NÁSOBNÝM HLASOVACÍM PRÁVOM V EURÓPSKEJ ÚNII A VO SVETLE JUDIKATÚRY SDEU | 89 |

| | |
|---|------------|
| 3.1. Regulácia akcií s násobným hlasovacím právom na úrovni Európskej únie | 90 |
| 3.1.1. Historické snahy Európskej únie o reguláciu nástrojov prelamujúcich proporionalitu hlasovacieho práva | 90 |
| 3.1.2. Návrh smernice o akciových štruktúrach s viacnásobnými hlasovacími právami pre malé a stredné podniky (<i>SMEs</i>)..... | 94 |
| 3.2. Súlad akcií s násobným hlasovacím právom s právom EÚ vo svetle judikatúry Súdneho dvora Európskej Únie (SDEU)..... | 100 |
| 3.2.1. Súdny dvor Európskej únie a jeho postavenie vo vytváraní práva EÚ | 101 |
| 3.2.2. Judikatúra <i>Golden shares</i> | 102 |
| 3.2.3. Judikatúra <i>Sector specific provisions</i> | 104 |
| 3.2.4. Rozpor akcií s násobným hlasovacím právom s právom EÚ..... | 107 |
| 3.2.5. Záver..... | 118 |
| ZÁVER | 120 |
| ZOZNAM SKRATIEK..... | 124 |
| POUŽITÁ LITERATÚRA A PRAMENE..... | 125 |
| AKCIE S NÁSObNÝM HLASOVACÍM PRÁVOM V KOMPArATÍVNEJ PERSPEKTÍVE A SVETLE JUDIKATÚRY SDEU | 133 |
| <i>Abstrakt</i> | 133 |
| <i>Kľúčové slová</i> | 134 |
| AKCIE S NÁSObNÝM HLASOVACÍM PRÁVEM V KOMPArATIVNÍ PERSPEKTÍVĚ A SVĚTLE JUDIKATURY SDEU | 135 |
| <i>Abstrakt</i> | 135 |
| <i>Klíčová slova</i> | 136 |
| MULTIPLE VOTING SHARES IN A COMPArATIVE PERSPECTIVE AND IN THE LIGHT OF CJEU CASE LAW | 137 |
| <i>Abstract</i> | 137 |
| <i>Key words</i> | 138 |

Úvod

Štruktúru hlasovacej sily v akciovej spoločnosti v nadväznosti na vnesený kapitálový prínos a predovšetkým modifikáciu tohto pomeru prostredníctvom nástrojov prelamujúcich proporcionalitu hlasovacieho práva považujem za kľúčovú problematiku správy a riadenia spoločnosti, a to predovšetkým v reáliách verejných akciových spoločností. Modifikácia hlasovacej sily akcionára disproporčne k jeho vnesenému kapitálovému prínosu do spoločnosti poskytuje pre spoločnosť možnosť ako efektívne reagovať na svoje potreby a upraviť si tak svoju vnútornú štruktúru správy a riadenia spoločnosti. Adopcia nástrojov prelamujúcich proporcionalitu hlasovacieho práva, a to predovšetkým akcií s násobným hlasovacím právom, tak predstavuje mimoriadne silný a efektívny nástroj správy a riadenia spoločností, ktorý môže pri vhodnej aplikácii priniesť spoločnosti radu benefitov, avšak ich neregulované využitie prináša pre spoločnosť a kapitálové trhy značné riziká.

Akcie s násobným hlasovacím právom nie sú vo svete akciového práva žiadnou novinkou, avšak z dôvodu negatívnych skúsenosti z ich neregulovanou aplikáciou boli v mnohých štátoch po väčšinu 20. storočia v úzadí akciového práva a v mnohých jurisdikciách dokonca zakázané. V správe a riadení akciových spoločností sa tak v hodnotnom smere založenom na princípe akcionárskej rovnosti stal absolútne prevládajúcim systémom štruktúry hlasovacej sily princíp proporcionality hlasovacieho práva alebo „*one share-one vote*“.¹ Systém „*one share-one vote*“ sa stal základným kameňom úpravy a princípov správy a riadenia spoločností a v priebehu 20. storočia zaujal neotrasiteľné miesto medzi inštitucionálnymi investormi, zákonodarcami aj literatúrou. Problematika ekonomickej štruktúry hlasovacej sily v korporácii a jej modifikácia sa tak kvôli dogmatickej akceptácii princípu „*one share-one vote*“ dostala do úzadia záujmu a väčšina významných jurisdikcií a búrzných papierov zakázala adopciu mnohých inštitútov, ktoré by princíp proporcionality prelamovali, a to primárne akcií s násobným hlasovacím právom.

Problematika modifikácie hlasovacieho práva prelamujúca proporcionalitu vo vzťahu k vnesenému kapitálovému prínosu sa však v súčasnosti z viacerých dôvodov, ktoré budú predmetom tejto práce, vracia podstatným spôsobom do diskusie a nástroje prelamujúce proporcionalitu hlasovacieho práva (*medzi ktorými majú akcie s násobným hlasovacím právom výsostné postavenie*) zažívajú renesanciu a významný vzostup nie len medzi spoločnosťami, ktoré ich masívne adoptujú, ale aj zákonodarcami. **Dovolím si tvrdiť, že problematika akcií s násobným hlasovacím právom je tak aktuálna ako nikdy predtým.** Dokladá to niekoľko

¹ Ďalej budem v tejto práci pre zjednodušenie označovať princíp proporcionality hlasovacieho práva k vnesenému kapitálovému vkladu do spoločnosti častokrát obecnou používaným anglickým názvom - systém „*one share-one vote*“.

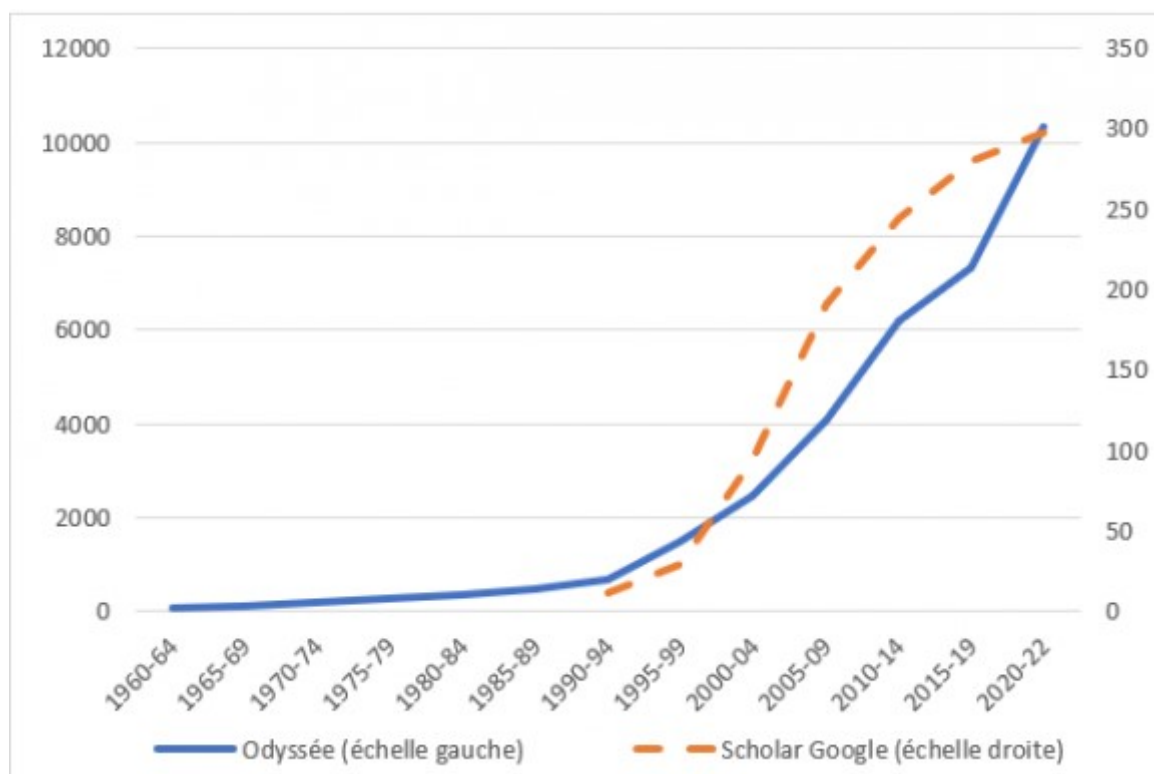
skutočností, ktorým sa budem podrobne venovať v tejto práci. Spomenúť môžeme napríklad súčasný trend medzi technologickými spoločnosťami, kedy podľa posledných štatistík až polovica technologických spoločností v USA pristupuje pred zalistovaním na akciové trhy k rekapitalizácii s duálnou štruktúrou akcií a adopcii akcií s násobným hlasovacím právom² (viz kapitoly 1.3.2 a 1.4.1.4). Opomenúť nemôžeme ani prebiehajúcu vlnu reforiem na európskom kontinente, keď pod tlakom regulačnej súťaže, väčšina členských štátov Európskej únie postupne umožňuje prelamovanie proporcionality hlasovacieho práva a adopciu akcií s násobným hlasovacím právom, a to v snahe zvýšiť atraktivitu národných právnych úprav a podporiť kapitálové trhy (viz kapitola 2). Posledným nezanedbateľným dôkazom súčasnej zmeny hodnotového nastavenia sú aj posledné legislatívne snahy na pôde Európskej komisie, ktoré podľa všetkého povedú k harmonizácii, ktorá umožní všetkým európskym malým a stredným spoločnostiam pri vstupe na akciové trhy adoptovať akcie s násobným hlasovacím právom a zavíši sa tak postupná zmena dlhoročného hodnotového nastavenia EÚ, ktorá bola hlasitým zástancom systému „one share-one vote“ a dlhodobo bojovala proti akciám s násobným hlasovacím právom (viz kapitoly 3.1.1 a 3.1.2).

Nárast významu tejto problematiky najlepšie dokumentuje literatúra. Kvantifikácia vedených publikácií, ktoré sa týkajú duálnych tried akcií vedie k jednoznačným záverom. Databáza Odyssée obsahuje celkovo okolo 150.000 výsledkov odborných článkov na túto problematiku publikovaných v rozmedzí rokov 1960-2022, zatiaľ čo len za obdobie rokov 2020-2022 ich bolo podľa tejto databázy publikovaných viac než 31 000, čo zodpovedá priemernému súčasnému trendu viac než 10 000 publikácií ročne.³

² RITTER, J. R., *Initial Public Offerings: Dual Class Structure of IPOs Through 2023*, www.site.warrington.ufl.edu [online], 2023, [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <https://site.warrington.ufl.edu/ritter/ipo-data/>.

³ DE LA BRUSLERIE, H., *Multiple class shares and double voting rights: Literature review and research prospects*, 2023, [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <https://doi.org/10.4000/fcs.11185>, bod 4.

Graf č. 1 - Bibliografická databáza Odyssee, "peer-reviewed" publikácie na tému duálnych akciových štruktúr za obdobie 1960-2022, databáza Scholar Google obdobie 1990-2022⁴



Počet publikácií tak kopíruje narastajúci trend adopcie akcií s násobným hlasovacím právom, a to predovšetkým v USA a postupným naberaním významu aj v európskej aj celosvetovej perspektíve. Napriek faktu, že v poslednom desaťročí je možné v medzinárodnom aj európskom priestore pozorovať hodnotový príklon spoločností aj zákonodarcov k prelamovaniu princípu proporcionality hlasovacieho práva, sa tuzemská literatúra, až na pár výnimiek, téme akcií s násobným hlasovacím právom takmer nevenuje. Rovnako zahraničná literatúra, ktorá je pomerne bohatá na štúdie rozoberajúce jednotlivé aspekty tohto inštitútu, neposkytuje komplexný pohľad na akcie s násobným hlasovacím právom vo vzťahu k celkovým dopadom ich adopcie na spoločnosť.

Pomerne ambicióznym cieľom tejto práce, je tak pokúsiť sa **podat' komplexný rozbor akcií s násobným hlasovacím právom (tak ako ich pre účely tejto práce definujem v kapitole 1.1) a zamerať sa predovšetkým na dopady ich adopcie na akciovú spoločnosť, legislatívny vývoj na európskom kontinente a ich súlad s právom EÚ**. Analýzu koncipujem ako súbor úvah *de lege ferenda* o vplyve akcií s násobným hlasovacím právom na akciové spoločnosti, a to bez

⁴ DE LA BRUSLERIE, H., 2023, op.cit., bod 3.

nadväznosti na konkrétnu právnu úpravu a jurisdikciu. Prípadný opačný postup (*kedy by som vychádzal z platnej právnej úpravy konkrétnej jurisdikcie*) považujem za skresľujúci, nakoľko by som musel brať do úvahy konkrétne obmedzenia a špecifiká (*právne, ekonomické*) danej právnej úpravy. Verím, že takto bude možné podať komplexný a hĺbkový rozbor právnych a ekonomických dopadov ich adopcie na akciovú spoločnosť. Z tohto dôvodu budem veľkú časť štúdií a informácií čerpať zo zahraničia, a to primárne z anglicky hovoriacich štátov (*významné postavenie v tejto problematike bude mať USA*). Považujem tak prípadné závery tejto práce (*a to primárne vo vzťahu ku kapitole 1*) za obecné aplikovateľné na akékoľvek spoločnosti, a to bez ohľadu na miesto inkorporácie. Samozrejme, nie je úplne možné nereflektovať platnú právnu úpravu v ČR, a preto pre ilustráciu určitých dopadov, budem referovať k právnej úprave v ČR, avšak vo väčšine prípadov sa bude jednať o princípy, ktorých ekvivalent je možné nájsť vo väčšine právnych úprav vyspelých štátov.

Hlavnou metódou výskumu bude analytická a popisná metóda, a to tuzemských (*českých zdrojov*) ale predovšetkým komparatívnych analýz zahraničných zdrojov (*synchrónny a diachrónny prístup*), a to primárne právnej úpravy v USA a európskych štátov, ktoré bližšie analyzujem aj v kapitole 2.3. Dôležitou metódou výskumu je taktiež kvantitatívny výskum (*indukcia*). Poznatky ku ktorým v rámci analýzy jednotlivých zdrojov dospejem následne syntetizujem a formulujem odpovede na jednotlivé výskumné otázky.

V rámci tejto práce sa sústredím na akciové spoločnosti, a to obecné, nie len na kótované spoločnosti⁵ (*vo prípade keď budem referovať na úpravu výhradne kótovaných spoločností tak na to upozorním*). Pre úplnosť však dodávam, že napriek tomu, že z analýzy formálne nevyklúčujem nekótované spoločnosti, inštitút akcií s násobným hlasovacím právom považujem primárne za nástroj, ktorý je vhodný a zmysluplný iba v kontexte kótovaných spoločností (*a ich adopcii v kontexte vstupu na akciové trhy*). Rovnako k tomu pristupuje aj (*zahraničná*) literatúra, kedy sa rozbor sústreďí takmer výhradne na dopady, ktoré akcie s násobným hlasovacím právom majú na dynamiku kótovaných spoločností. Predovšetkým v kontexte kapitoly 1, ktorá sa venuje rozboru ich dopadov na akciovú spoločnosť, je nutné uviesť, že väčšina záverov je platná pre kótované spoločnosti a v reáliách súkromných akciových spoločností tieto závery nemusia byť aplikovateľné (*napr. dopady na problém zastúpenia, kedy v súkromných akciových spoločnostiach typicky nepôsobí profesionálny manažment a štatutárne orgány sú zastúpené akcionármi*).

⁵ Pre úplnosť uvádzam, že v rámci tejto práci ďalej používam pojem „kótované spoločnosti“ alebo „verejne obchodované spoločnosti“ čím narážam na právny termín - spoločnosti, ktorých účastnícke cenné papiere boli prijaté k obchodovaniu na akciovom trhu.

Na predchádzajúcich stranách som popísal moju motiváciu a dôvody analýzy akcií s násobným hlasovacím právom na základe ktorých formulujem **dve výskumné hypotézy** tejto práce.

Prvá výskumná hypotéza sa týka dopadov adopcie akcií s násobným hlasovacím právom na spoločnosť, a to: akcie s násobným hlasovacím právom umožňujú pomocou modifikácie hlasovacej sily jednotlivých akcionárov nastaviť riadiacu štruktúru spoločnosti podľa jej potrieb a špecifik, a pri správnom nastavení majú pozitívny dopad na správu a hodnotu spoločnosti, a to z dôvodu posilnenia postavenia akcionárov, ktorí majú lepšiu informovanosť o spoločnosti (*ako zakladatelia a dlhodobí investori*), a to navzdory rizikám a negatívnym dopadom, ktoré môžu prinášať (*primárne pre minoritných akcionárov*).

Druhá výskumná hypotéza sa týka súčasnej vlny reforiem na európskom kontinente a vývoja judikatúry SDEU vo vzťahu k voľnému pohybu kapitálu, a to: z dôvodu tlaku regulačnej súťaže prichádza jednotlivými členskými štátmi v posledných rokoch k zavádzaniu nástrojov, ktorých snaha je zatriktívniť právne prostredie aby sa predišlo migrácií spoločností do ostatných členských štátov a postupný vývoj smeruje (*aj vzhľadom na legislatívne snahy Európskej komisie*) k postupnej celoeurópskej hodnotovej zmene, ktorá umožní takmer bez výnimiek adopciu akcií s násobným hlasovacím právom v členských štátoch EÚ.

Za účelom potvrdenia týchto hypotéz formulujem nasledujúce **čiastočné výskumné otázky**. Aké spoločnosti majú tendenciu adoptovať akcie s násobným hlasovacím právom? Aký je skutočný dopad adopcie akcií s násobným hlasovacím právom na vnútornú dynamiku vzťahov v spoločnosti? Môže adopcia akcií s násobným hlasovacím právom posilniť kvalitu a informovanosť prijímaných rozhodnutí akcionármi? Majú spoločnosti s duálnou štruktúrou akcií väčší potenciál dlhodobého rastu hodnoty spoločnosti? Prichádza na európskom kontinente k postupnému zjednoteniu právnej úpravy k smerom prelamovaniu princípu proporcionality pod tlakom regulačnej súťaže? Príde zo strany EÚ v budúcnosti k zavedeniu celkovej harmonizácie tejto oblasti? Rozšíri SDEU svoju judikatúru z oblasti voľného pohybu kapitálu aj na akcie s násobným hlasovacím právom a je možné, že tak dovedie ich rozpor s právom EÚ?

Práca je členená na tri kapitoly, ktorých účelom je poskytnúť odpovede na stanovené výskumné otázky.

Prvá kapitola sa sústreďí **na dopady akcií s násobným hlasovacím právom na spoločnosť**. Venuje sa definícii akcií s násobným hlasovacím právom a ich vymedzeniu voči klasickému princípu „*one share-one vote*“. Okrem tohto vymedzenia sa snaží poskytnúť odpoveď na otázku aké spoločnosti majú tendenciu najčastejšie adoptovať duálne štruktúry akcií, a to z pohľadu ich

akcionárskej štruktúry a sektora v ktorom podnikajú. Následne sa zameriava na analýzu ich konkrétnych dopadov na vnútornú dynamiku vzťahov a rozhodovacie procesy. Kapitulu končím rozborom vplyvu adopcie akcií s násobným hlasovacím právom na rast hodnoty spoločností a ich budúcu ekonomickú výkonnosť.

Druhá kapitola **predkladá komparatívnu perspektívu súčasnej právnej úpravy členských štátov EÚ**. Rozoberá súčasné hodnotové nastavenie zákonodarcov a za týmto účelom analyzuje európsku regulačnú súťaž a jej vplyv na prebiehajúcu vlnu reforiem. Cieľom tejto kapitoly je poskytnúť odpoveď na otázku aký je súčasný legislatívny trend na európskom kontinente v oblasti akcií s násobným hlasovacím právom.

Tretia záverečná kapitola sa zameriava na **unijnú perspektívu problematiky akcií s násobným hlasovacím právom**. Rozoberá historické regulačné snahy Európskej komisie v tejto oblasti a jej postupnú hodnotovú zmenu, ktorá vyvrcholila aktuálnym návrhom smernice o zavedení akcií s násobným hlasovacím pre *SMEs*, ktorej je venovaná podstatná časť kapitoly. Súčasne sa snaží o predpoveď budúceho vývoja tejto oblasti na unijnej úrovni. Záverečná časť tejto práce sa venuje problematike judikatúry SDEU v oblasti voľného pohybu kapitálu a rozoberá pravdepodobnosť rozšírenia záverov zo súčasnej judikatúry na oblasť akcií s násobným hlasovacím právom. Posledné strany sú venované krátkemu rozboru pravdepodobnosti prehlásenia tohto inštitútu za inkompatibilný s právom EÚ.

Záver práce obsahuje zhrnutie zásadných zistení a poskytuje definitívne odpovede na výskumné otázky.

1. Analýza akcií s násobným hlasovacím právom

Prvá kapitola tejto práce sa sústreďí na teoretické vymedzenie akcií s násobným hlasovacím právom a podrobnú analýzu právnych a ekonomických dopadov ich vydania na akciovú spoločnosť. Účelom tejto kapitoly je poskytnúť podrobný rozbor dôsledkov adopcie duálnej štruktúry akcií⁶ (*dual-class shares system*) prostredníctvom vydania akcií s násobným hlasovacím právom, a to predovšetkým vo vzťahu k správe a vnútornému riadeniu spoločnosti a dopadom na jej hodnotu a ekonomickú výkonnosť. Verím, že podrobná analýza pozitívnych aj negatívnych dopadov tohto mimoriadne účinného nástroja prelamujúceho princíp proporcionality hlasovacieho práva pomocou, ktorý významne modifikuje vzťahy vnútorného riadenia v spoločnosti, je potrebná pre komplexnejšie posúdenie konformity tohto inštitútu s právnymi predpismi EÚ, ktorému sa venujem v kapitole 3. Analýza z tejto kapitoly taktiež umožní poskytnúť ucelenejší pohľad na platné právne úpravy v jednotlivých štátoch a pomôže vysvetliť súčasné hodnotové nastavenie zákonodarcov a prebiehajúcu vlnu reforiem v členských štátoch EÚ analyzovaných v kapitole 2. Táto kapitola nemá za cieľ poskytnúť rozbor akcií s násobným hlasovacím právom **vo vzťahu ku konkrétnej jurisdikcii v kontexte platnej právnej úpravy**, považujem ju naopak za rozbor *de lege ferenda* a jej prípadné závery za obecné aplikovateľné.

Akcionári, ako reziduálni vlastníci spoločnosti⁷, pri zakladaní akciovej spoločnosti stoja pred zásadným rozhodnutím voľby formy vnútornej správy a riadenia spoločnosti. Jeden zo základných aspektov, ktorý budúcu správu spoločnosti definuje je forma a povaha účastenských cenných papierov s ktorými je spojený podiel na základnom kapitále spoločnosti a od ktorého sa tak odvíja právo akcionára podieľať sa na riadení spoločnosti – akcií. Podiel akciovej spoločnosti je teda vtelený do akcie. V českej právnej úprave túto otázku upravuje § 31 ZOK, podľa ktorého podiel predstavuje účasť spoločníka v obchodnej korporácii a práva a povinnosti z tejto účasti plynúce. Zákonodarca umožňuje zakladateľom spoločnosti, v súlade s princípom zmluvnej autonómie ako jednej z hlavných zásad práva obchodných spoločností⁸, vybrať si nielen formu akcie, ktorá môže v budúcnosti podmieniť jej prevoditeľnosť respektíve nakladanie s akciou ale

⁶ V tejto práci budem ďalej pracovať s termínmi „akcie s násobným hlasovacím právom“ a „duálna štruktúra akcií“ resp. „duálny systém akcií“ ako s termínmi, ktoré fakticky popisujú rovnakú situáciu tj. adopciu (aspoň) dvoch tried akcií z ktorých jedna má vyššiu hlasovaciu silu a prelamuje princíp proporcionality hlasovacieho práva.

⁷ LÁLA, D., *Druhy podílů v kapitálových společnostech*. Beckova edice právní instituty. V Praze: C.H. Beck, 2020, ISBN 978-80-7400-778-1, s. 34 alebo BERLE, A. A., MEANS, G. C., *The Modern Corporation and Private Property*, New York: The Macmillan Company, 1932, ISBN: 0-88738-887-6 s. 81.

⁸ PELIKÁNOVÁ, I., Právo obchodních korporací, In: ČERNÁ, S., ŠTENGLOVÁ, I., PELIKÁNOVÁ, I. a kol., *Právo obchodních korporací*. 2. vydanie, Praha: Wolters Kluwer, 2021, ISBN 978-80-7598-991-8., s. 88.

taktiež oveľa zásadnejší aspekt akcie, a to práva a povinnosti z účasti na spoločnosti pre akcionára plynúce.

Právo spojuje s účasťou v obchodnej korporácii radu práv a povinností, ktoré sa tradične v tuzemskej aj zahraničnej doktríne delia na práva majetkové a nemajetkové (alebo sociálne/výkonné), pričom základným obsahom nemajetkových práv je právo člena podieľať sa na správe a riadení spoločnosti⁹. Spoločnosť má na základe autonómie usporiadania možnosť upraviť v stanovách obsah týchto práv a povinností, a to vytvorením rôznych podielov resp. akcií., a tým zabezpečiť najvhodnejšiu formu vnútorného usporiadania spoločnosti, ktorá bude reflektovať radu aspektov akými sú napr. vlastnícka štruktúra, predmet podnikania alebo financovanie spoločnosti. Rozdielne akcie je možné vytvárať jednak pridávaním či odoberaním niektorých zákonom upravených práv a povinností alebo ako v prípade akcií s násobným hlasovacím právom, modifikáciou zákonom upravených práv a povinností, ktoré sú s účasťou v spoločnosti štandardne spojené.¹⁰ Je dôležité poznamenať, že konkrétna úprava týchto práv a povinností, a teda adopcia rôznych druhov akcií, vždy reflektuje potreby danej spoločnosti. Modifikácia majetkových alebo sociálnych práv spravidla vedie k zvýhodneniu resp. znevýhodneniu jednotlivých akcionárov a k zmene mocenského ekvilibria medzi základnými konštituentmi spoločnosti tj. akcionármi (*minoritnými/majoritnými*) a štatutárnymi orgánmi. Považujem za dôležité upozorniť, že podľa môjho názoru žiadna z týchto úprav, ktorá zvýhodňuje určitý subjekt v spoločnosti nemôže byť *a priori* považovaná za správnu resp. nesprávnu ale je ich vždy potreba posudzovať v kontexte danej spoločnosti a ostatných relevantných aspektov (*sektor podnikania, trh, finančná situácia*). Ako uvádzajú Easterbrook a Fischel: „*korporácia je komplexný súbor explicitných a implicitných zmlúv a právo obchodných spoločností umožňuje účastníkom vybrať si optimálne usporiadanie pre mnohé rôzne súbory rizík a príležitostí, ktoré sú k dispozícii v ekonomike, žiadny súbor podmienok nebude najlepší pre všetkých.*“¹¹

Modifikáciu hlasovacieho práva (*viz kapitola 1.2*), ktorá je prejavom širšieho práva akcionára podieľať sa na riadení spoločnosti, považujem za najsilnejší nástroj, ktorým môže spoločnosť zasiahnuť do svojej štruktúry riadenia a rozhodovacích procesov. Typicky sa tak deje formou adopcie nástroja prelamujúceho proporcionalitu hlasovacieho práva ako sú napr. akcie s násobným hlasovacím právom, akcie bez hlasovacieho práva alebo hlasovacie stropy (*voting caps*). (*Ďalej budem v tejto práci používať vo vzťahu k nástrojom prelamujúcim proporcionalitu*

⁹ ČERNÁ, S., Účasť v obchodní korporaci, In: ČERNÁ, S., ŠTENGLOVÁ, I., PELIKÁNOVÁ, I. a kol., 2021, op. cit., s. 129-130.

¹⁰ *Ibidem* s. 141.

¹¹ EASTERBROOK, F. H., FISCHEL, D. R., *The Corporate Contract, Columbia Law Review* [online], roč. 1989, č. 7, pp. 1416–1448 [online]. [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <https://doi.org/10.2307/1122807>, s. 1418.

hlasovacieho práva skratku „**CEM**“ – *Control enhancing mechanism*). Akciová spoločnosť môže adopciou *CEM*, ktorý naruší pomer medzi vnesenou kapitálovou účasťou akcionára a jeho rozhodovacími právomocami, efektívne reagovať na svoje potreby a špecifiká. Adopcia *CEM*, a to predovšetkým akcií s násobným hlasovacím právom, je zásadným krokom vo vzťahu k správe a riadeniu spoločnosti a *in fine* môže významne ovplyvniť budúci vývoj a výkonnosť spoločnosti. Modifikácia hlasovacieho práva v akciovej spoločnosti môže mať rovnako zásadný dopad na zlomové momenty života spoločnosti akými sú napr. prvá verejná ponuka akcií (*v rámci tejto práce budem ďalej používať zaužívaný anglický termín „IPO“*) alebo nepriateľské prevzatie spoločnosti (*viz kapitola 1.4.1.3*). Z tohto dôvodu je cieľom tejto kapitoly nie len teoreticky a pojmovovo vymedziť akcie s násobným hlasovacím právom a obmedziť sa na analýzu dopadov na vnútornú dynamiku vzťahov medzi základnými konštituentmi spoločnosti (*viz kapitoly 1.4.1.1 a 1.4.2.1*) ale rovnako poskytnúť rozbor dopadov ich adopcie na ekonomickú výkonnosť spoločnosti (*viz kapitola 1.4.3*) a prijímanie strategických rozhodnutí (*viz kapitoly 1.4.1.2 a 1.4.1.3*). Integrálnou súčasťou tejto analýzy je rozbor aké druhy spoločností majú tendenciu tento nástroj akciového práva využívať (*viz kapitola 1.3*).

1.1. Pojmové zakotvenie akcie s násobným hlasovacím právom

Pre účely tejto práce považujem za dôležité jednoznačne definovať pojem „akcie s násobným hlasovacím právom“ a čo je súčasťou tejto množiny, ergo predmetom tejto práce, a to z dôvodu ambivalentného prístupu tuzemskej aj zahraničnej literatúry k tejto otázke. Ako bolo spomenuté vyššie, spoločnosť má možnosť v stanovách modifikovať počet hlasov spojených s akciou a odkloniť sa tak od princípu proporcionality hlasovacej sily a vnesenej kapitálovej účasti akcionára, ktorý je v súčasnosti vo väčšine štátov predvoleným zákonným pravidlom a v odbornej literatúre preferovanou možnosťou (*viz kapitola 1.2*). Princíp proporcionality medzi hlasovacím právom akcionára a vloženou majetkovou účasťou v spoločnosti, všeobecne zažitý pod anglickým pojmom „*one share-one vote*“ (*jedna akcia, jeden hlas*) je však možné modifikovať rôznymi spôsobmi, ktoré nebudú predmetom záujmu tejto práce.

Jednou z možností ako prelomiť princíp proporcionality je v stanovách s určitým druhom akcií nespojiť žiadne hlasovacie práva. Akcie bez hlasovacieho práva, v anglickej literatúre označované ako „*non-voting shares*“, neumožňujú akcionárovi podieľať sa akýmkoľvek spôsobom na hlasovaní na valnej hromade a tým pádom ovplyvniť akékoľvek prijímané rozhodnutie. Pôsobenie akcionára v spoločnosti sa tak limituje primárne na majetkovú účasť prostredníctvom práva na podiel na zisku. Vydanie akcií bez hlasovacích práva umožňuje za

určitých podmienok aj český právny poriadok v § 276 odst. 2 ZOK.¹² Pre úplnosť dodávam, že ostatné práva a povinnosti by mali byť podľa EMCA, ako významného zdroja *soft-law* na európskej úrovni, zachované¹³ ale v rámci EÚ sa vyskytujú aj členské štáty, kde je možné v rámci akcií bez hlasovacieho práva obmedziť aj ostatné práva majetkové a nemajetkové práva.¹⁴ Akciám bez hlasovacieho práva sa ďalej v rámci tejto práce nebudem venovať.

Ďalším typom akcií, ktoré vo svojej podstate prelamujú princíp proporcionality sú vernostné akcie, terminologicky známe pod anglickým názvom „*loyalty shares*“. Vernostné akcie dávajú akcionárom právo získať dodatočné akcie alebo hlasy „navyš“ vo forme istej "prémie“, v prípade ak investori zostanú lojálni voči spoločnosti a splnia časový trest vlastníctva akcií. Na rozdiel od akcií bez hlasovacieho práva, sú vernostné akcie vo svojej podstate vo vzťahu k rozhodovacím procesom v spoločnosti, obdobného charakteru ako akcie s násobným hlasovacím právom, nakoľko umožňujú istým akcionárom vykonávať hlasovacie právo na valnej hromade disproporčne vzhľadom na vnesenú kapitálovú účasť a uplatňovať tak rozhodujúci vplyv na zásadné rozhodnutia spoločnosti. Vernostné akcie a akcie s násobným hlasovacím právom vykazujú rovnaké implikácie na dynamiku vzťahov v rámci akciových spoločností ako je mimo iných zvýhodnenie zakladateľov spoločnosti a akcionárov s dlhodobým investičným výhľadom (*anglicky tzv. „long-termism“*) a vyvolávajú odmietavé postoje zo strany inštitucionálnych investorov.¹⁵ Tento predpoklad preukázala aj štúdia analyzujúca prijatie vernostných akcií v Taliansku, ktorej záverom je, že k adopcii vernostných akcií prišlo primárne zo strany rodinne kontrolovaných akciových spoločností, ktorým umožnili posilnenie hlasovacej sily čo následne využili na zníženie svojho percentuálneho podielu na spoločnosti.¹⁶ Navzdory týmto obdobným praktickým implikáciám ich vo vzťahu k tejto práci považujem za zásadné odlišné z dôvodu, že vernostné hlasovacie práva sa viažu na "lojálneho" akcionára, nie na akcie. Z toho vyplýva, že vernostné hlasovacie práva sa pri prevode akcií strácajú, takže akcionár nemôže speňažiť dodatočné kontrolné práva, ktoré mu tieto akcie poskytujú¹⁷ a nemodifikujú štruktúru akcií v

¹² „Akcie, s nimiž není spojeno hlasovací právo, mohou být vydány, jen pokud souhrn jejich jmenovitých hodnot nepřesáhne 90 % základního kapitálu.“

¹³ EANDERSEN, P. K., ANDERSSON, J. B., GINTAUTAS, B., *European Model Companies Act, First Edition, 2017, Nordic & European Company Law LSN Research Paper Series* [online], 2017, č. 16-26, [Cit.25.3.2024] dostupné z : <https://ssrn.com/abstract=2929348>, čl. 5.06.

¹⁴ Príkladom je Francúzsko viz Art. 228-11 Fr-CC.

¹⁵ BAJO, E., BARBI, M., BIGELLI, M., CROCI, E., *Bolstering Family Control: Evidence from Loyalty Shares, European Corporate Governance Institute - Finance Working Paper* [online], 2019, roč 2019, č. 619, [Cit.25.3.2024] dostupné z : <https://ssrn.com/abstract=3428887>, s. 5.

¹⁶ BAJO, E., BARBI, M., BIGELLI, M., CROCI, E., 2019., op. cit.

¹⁷ VICARI, A., *European Company Law*. Berlin/Boston: Walter de Gruyter GmbH, 2021, ISBN: 978-3-11-072246-8, s. 111.

spoločnosti permanentne tj. pri prevode akcií na nového akcionára zaniká duálna štruktúra akcií. Práve „likvidná“ povaha dodatočných hlasovacích práv a nestálosť duálnej štruktúry v spoločnosti komplikuje rozbor ich dopadov na chod spoločnosti napr. v prípade valuácie hodnoty spoločnosti v čase. Zároveň to znemožňuje ich prípadnú voľnú cirkuláciu na trhu so zachovaním ich vlastností (tj. *posilnená hlasovacia sila*) čo znižuje využiteľnosť u kótovaných spoločností. Za ďalší podstatný rozdiel považujem rigidnú povahu vernostných akcií, ktorá, na rozdiel od akcií s násobným hlasovacím právom, neumožňuje spoločnosti nastaviť si vnútorné vzťahy v akcionárskej štruktúre podľa svojich potrieb (*napr. vytvorením viacerých stupňov akcií s rôznou váhou hlasou*) a naopak pevne stanovuje prípadný počet „prémiových“ hlasov ako aj dĺžku časového testu. Vernostné akcie tak neposkytujú spoločnosti rovnakú možnosť dispozitívnej úpravy riadenia spoločnosti, a tak ani neprinášajú všetky benefity a nevýhody akcií s násobným hlasovacím právom. Z tohto dôvodu ich vo vzťahu k tejto práci nepovažujem za pravé akcie s násobným hlasovacím právom a ďalej sa im samostatne nebudem venovať. (*V prípade ich zahrnutia do rozboru na to výslovne upozorním*). Považujem ich však za významné vo vzťahu ku kapitole 2 v ktorej reprezentujú z môjho pohľadu určitý medzistupeň medzi princípom „*one share-one vote*“ a akciami s násobným hlasovacím právom a čiastočne sa im venujem z dôvodu dokreslenia vývojových trendov v tejto oblasti.

Na záver pripomínam, že ďalšou praktickou možnosťou ako môže spoločnosť v určitom rozsahu dosiahnuť efektu odklonu od princípu proporcionality tj. modifikovať pomer medzi hlasovacím právom a právom na podiel na zisku resp. medzi hlasovacou silou a vloženou investíciou, sú špecifické nástroje obchodného práva, ktoré je možné zvyčajne aplikovať aj v jurisdikciách, ktoré kogentne predpisujú princíp proporcionality. Jedná sa napríklad o akcie s hlasovacími právami viazané na určité rozhodnutia, podmienené hlasovacie práva alebo hlasovacie stropy. Ani tieto špecifické nástroje nebudú predmetom skúmania tejto práce.

Vzhľadom k českej terminológii, ktorú obsahuje §276 odst. 5 ZOK tj. „*akcie s rúznou váhou hlasů*“ je potrebné uviesť, že táto práca sa zaoberá s akciami s násobným hlasovacím právom, ktoré majiteľa zvyhodňujú dodatočnými kontrolnými právami, preto sa nebudem zaoberať možnosťou vydávať akcie s nižšou váhou hlasou disproporčne k majetkovej účasti na spoločnosti. Ako uvádza Černá, z jazykového výkladu slovného spojenia "rozdielna váha" hlasov (tj. *nie násobky hlasov*) by sa dalo bez ďalšieho vyvodit', že akcie môžu byť vydané aj s nižšou váhou hlasov.¹⁸

¹⁸ ČERNÁ, S., *O akciích s rozdílnou vahou hlasů v budoucím českém akciovém právu. Obchodněprávní revue. 7-8/2012, s. 194.*

Pre účely tejto práce teda považujem za „akcie s násobným hlasovacím právom“ všetky akcie bez ohľadu na ich formu¹⁹, ktoré majú vyššiu váhu hlasov než ostatné akcie s rovnakou menovitou hodnotou či než ostatné kusové akcie, prelamujúce princíp proporcionality medzi podielom akcionára, resp. jeho akcií na základnom kapitále a jeho hlasovací silou, ktorých cieľom je zvýšiť hlasovaciu silu akcionára na valnej hromade a dodatočné hlasovacie práva sa pri prevode akcií nestrácajú, takže príjemca môže speňažiť dodatočné kontrolné práva, ktoré mu tieto akcie poskytujú. Dôsledkom vydania týchto akcií je, že vzniknú dve (alebo viac) kategórie akcionárov: akcionári jednej kategórie majú nadradené zákonné práva a akcionári druhej kategórie majú štandardné alebo obmedzené zákonné práva.²⁰

1.2. „One share-one vote“ systém

Verím, že pre správne pochopenie praktických implikácií, resp. výhod a nevýhod, akcií s násobným hlasovacím právom na správu akciovej spoločnosti ako aj pre vyjasnenie, ktoré akciové spoločnosti a za akých konkrétnych podmienok pristupujú k adopcii týchto akcií (vid. kapitola 1.3), je potrebné začať s analýzou klasického systému proporcionality hlasovacieho práva, podľa ktorého veľkosť hlasovacej sily odpovedá miere kapitálovej účasti a teda aj miere vneseného kapitálového rizika zo strany akcionára. Označenie „klasický systém“ považujem za priliehavý s vzhľadom na fakt, že princíp „one share-one vote“ je vo väčšine jurisdikcií považovaný za základné pravidlo vo vzťahu k váhe hlasovacích práv a spoločnosti sa v rámci stanov musia od tohto dispozitívneho pravidla odkloniť (v prípade, že to daná jurisdikcia umožňuje). Na potvrdenie tohto tvrdenia, predkladám príklady zo sveta. Ako uvádza Černá vo vzťahu k USA: „zákony väčšiny amerických štátov v súlade so zákonmi MBCA z roku 1969 a RMBCA z roku 1984, ako aj 5 zákonmi Delaware General Corporation Act, sa pozerajú na zásadu "jedna akcia, jeden hlas" ako na základné pravidlo a výslovne povoľujú korporáciám odchyliť sa vo svojich zakladateľských listinách“. ²¹ Rovnaký záver je možné na základe jazykovej analýzy predmetných ustanovení dovodiť aj voči iným jurisdikciám napr. Francúzsko či Taliansko.²² Daný predpoklad najlepšie dokumentuje fakt, že v mnohých členských štátoch EÚ ako napr. Rakúsko

¹⁹ V českom práve sa môže podľa § 276 odst. 5 ZOK jednať o akcie s menovitou hodnotou aj o kusové akcie.

²⁰ DE LA BRUSLERIE, H., 2023, op.cit., bod 1.

²¹ ČERNÁ, S., 2012, op. cit., s. 195.

²² Znenie §228-11 Fr-CC uvádza že: „Pri založení spoločnosti alebo počas jej existencie môžu byť vytvorené prioritné akcie s hlasovacím právom alebo bez neho ktoré udeľujú osobitné práva všetkých druhov, a to buď dočasne, alebo natrvalo.“ Z jazykovej analýzy je možné dovodiť, že francúzsky zákonodarca umožňuje spoločnostiam vytvoriť takéto akcie t.j. v prípade, že ich nevytvoria budú vydané akcie rešpektovať princíp proporcionality.

Znenie § 2431 odst. 1 C. Civ. Ital je možné vykladať obdobne: „S výnimkou prípadov ustanovených osobitnými zákonmi môžu stanovy stanoviť vytvorenie akcií s viacnásobným hlasovacím právom.“

alebo Rumunsko nie je vydávanie akcií s násobným hlasovacím právom vôbec umožnené a jediná možnosť je vydávať akcie s rovnakou váhou hlasovacích práv.²³ Pre detailnejšie porovnanie platných právnych úprav v jednotlivých jurisdikciách EÚ ako aj analýzu súčasného vývoja a aktuálnej vlny reforiem v tejto oblasti odkazujem na kapitolu 2. Vyššie uvedené tvrdenie dokladajú aj legislatívne snahy na úrovni EÚ zo začiatku tohto tisícročia. Európska komisia zamýšľala v rámci reformy obchodného práva zakotviť princíp „one share-one vote“ ako základné pravidlo v oblasti akciového práva a zakázať možnosť tvorby druhov akcií s ktorými by boli spojené zvláštne práva.²⁴ Tento cieľ je evidentný napríklad z Akčného plánu z roku 2003²⁵ v ktorom sa Európska komisia zaviazala realizovať štúdiu dopadov zavedenia pravidla „one share-one vote“ na celoeurópskej úrovni. Na základe výsledkov štúdie, odlišnej právnej úpravy na úrovni jednotlivých členských štátov a kritiky zo strany niektorých zainteresovaných strán však Európska komisia od zavedenia princípu proporcionality ako obligatórneho pravidla nakoniec ustúpila. Bližšie sa tejto problematike a úprave akcií s násobným hlasovacím právom na úrovni EÚ venujem v kapitole 3.

Mimo iného je dôležité uviesť, že ako tvrdí Adamsová a Ferreira aj v odbornej literatúre prevažuje názor, že zásada „one share-one vote“ je najsprávnejšou voľbou pre vnútorné fungovanie akciovej spoločnosti, nakoľko podľa väčšinového názoru, koncentrovaná kontrola v rukách niekoľkých akcionárov (*ktorá vzniká odklonom od tohto princípu*) má na akciovú spoločnosť negatívny dopad²⁶ a hlasovacie právo (*možnosť vyjadriť svoj názor*) by malo zodpovedať ekonomickým stimulom tj. vnesenému ekonomickému riziku.²⁷ Odborná literatúra presadzujúca tento názor je obsiahla, a preto uvediem odkaz na dve, ako sa zhodujú Hubert, Chemmanur a Jiao, kľúčové práce k tejto problematike, a to prácu Grossmana a Harta²⁸ a Harrisa s Ravivom.²⁹ Obe práce dospeli k záveru, že spoločensky optimálna štruktúra akcií, vo vzťahu

²³ VICARI, A., 2021, op. cit., s. 113.

²⁴ *Ibidem*, s. 111.

²⁵ EUROPEAN COMMISSION, Communication from 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, 2003, COM (2003) 284 final,

²⁶ ADAMS, R., FERREIRA, D., *One Share, One Vote: The Empirical Evidence*. ECGI Finance Working Paper [online], 2007, roč. 2007, č. 177, pp. 51-91, [Cit.25.3.2024], dostupné z: <https://ecgi.global/working-paper/one-share-one-vote-empirical-evidence>, s. 52.

²⁷ BLACK S., KRAAKMAN R., *A Self Reinforcing Model of Corporate Law*, *Harvard Law Review* [online], 1996, roč. 1996, č. 109, pp. 1911-1982, [Cit.25.3.2024], dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=10037>, s. 31.

²⁸ GROSSMAN, S.J., HART, O.D., *One share-one vote and the market for corporate control*, *Journal of Financial Economics* [online], 1987, roč. 1988, č. 20, pp. 175–202, [Cit.25.3.2024], dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=976159>.

²⁹ HARRIS, M., RAVIV, A., *Corporate governance: voting rights and majority rules*, *Journal of Financial Economics* [online], 1988, roč. 1988, č. 20, pp. 203–235, [Cit.25.3.2024], dostupné z: DOI : 10.1016/0304-405X(88)90045-1.

k maximalizácii bohatstva akcionárov je taká, ktorá proporčne alokuje hlasovacie práva na základe vkladu do spoločnosti. Ich závery zdôvodňovali tým, že takáto štruktúra maximalizuje šancu na nepriateľské prevzatie neefektívne riadenej spoločnosti, ktorá je spoločensky najvýhodnejšia.³⁰ Grossman a Hart tvrdia, že: „*Tento systém je spoločensky optimálny, pretože vedie k tomu, že nadobúdateľ akcií zaplatí vyššiu cenu za prevzatie kontroly nad spoločnosťami, aby odradil ponuky ničiace hodnotu spoločnosti a umožnil talentovaným manažérom získať kontrolu.*“³¹

Zástancovia „*one share-one vote*“ systému tvrdia, že v prípade, že príde k odklonu od tohto (vo väčšine štátov *dispozitívneho*) pravidla, dochádza k zhoršeniu tzv. problému zastúpenia (*anglicky známy pod termínmi „principal-agent problem“ alebo „agency issue“*) medzi majoritnými a minoritným akcionármi, čo môže pre akciovú spoločnosť spôsobiť problémy napríklad v podobe deformácii investičných rozhodnutí, extrakcií súkromných výhod alebo tunelovania spoločnosti.³² Problém zastúpenia predstavuje v oblasti akcií s násobným hlasovacím právom významnú úlohu a ďalej sa tejto problematike podrobne venujem vo vzťahu k akcionárom a manažmentu v kapitole 1.4.1.1 a vo vzťahu k majoritným a minoritným akcionárom v kapitole 1.4.2.1.

V českom právnom prostredí je možné po rekodifikácii súkromného práva pozorovať čiastočný hodnotový odklon od princípu proporcionality. Zatiaľ čo za účinnosti obchodného zákonníka bol princíp proporcionality kogentne predpísaný pre všetky akciové spoločnosti viz § 180 odst. 2 ObchZ „*stanovy musí určit počet hlasů spojených s akcií tak, aby na akcie se stejnou jmenovitou hodnotou připadal stejný počet hlasů. Jestliže společnost vydává akcie s různou jmenovitou hodnotou, musí být počet hlasů spojených s těmito akciemi určen ve stejném poměru, jako je poměr jmenovitých hodnot těchto akcií*“, po rekodifikácii sa k nemu zákonodarca výslovne neprikláňa, a to ani vo forme *dispozitívneho* pravidla, ako je to pomerne bežné v zahraničných právnych úpravách.³³ Súčasná právna úprava ponecháva plne na vôli akcionárov aby v stanovách upravili počet hlasov spojených s akciou viz §250 odst. 2 písm. e) ZOK. Sláviková tvrdí, že po rekodifikácii nie je možné ani nepriamo na základe analýzy predmetných ustanovení ZOKu dovodzovať, že po rekodifikácii je české akciové právo, čo i len čiastočne založené na princípe

³⁰ DE LA BRUSLERIE, H., 2023, op.cit., bod 22 alebo CHEMMANUR, J., T., JIAO, Y., *Dual Class IPOs, Share Recapitalizations, and Unifications: A Theoretical Analysis, Journal of Banking & Finance* [online], 2011, roč. 2012, č. 36, pp. 305-319, [Cit. 25.3.2024], Dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=1108857>, s. 307.

³¹ GROSSMAN, S.J., HART, O.D., 1987, op. cit., s. 175.

³² ADAMS, R., FERREIRA, D., 2007, op. cit. s. 52.

³³ Ako príklad uvádzam Anglicko v ktorom sa je možné *dispozitívne* odchyliť od zákonného pravidla, ktoré vychádza z princípu proporcionality. Viz s. 284 (4) CA.

proporcionality.³⁴ Tento vývoj odpovedá súčasnému trendu odklonu od princípu proporcionality na európskej úrovni (viz kapitoly 2 a 3.1).

Naopak na úrovni *soft-law* je v českom právnom prostredí možné pozorovať pretrvávajúce hodnotové prepojenie s princípom proporcionality. Kódex správy a riadenia spoločností ČR z roku 2018 v bode 1.2.1 odporúča vo vzťahu k hlasovaciemu právu aplikovať princíp proporcionality.³⁵ V prípade odklonu od princípu proporcionality stanovuje pomyselný strop pomeru prísne, a to na dvojnásobok podielu na základnom kapitále. Takúto možnosť ďalej podmieňuje splnením časového testu účasti akcionára v spoločnosti v podobe 2 rokov.³⁶ Kódex správy a riadenia spoločností ČR sa tak hodnotovo prikláňa v prípade odklonu od systému „*one share-one vote*“ maximálne k francúzskemu modelu a využitiu tzv. vernostných akcií (viz 2.3.1).

1.2.1. Princíp rovnosti akcionárov

Princíp „*one share-one vote*“ ako základný systém pre rozvrhnutie hlasovacích práv medzi akcionárov je implikáciou rešpektovania princípu rovnosti akcionárov. Ako uvádza Sláviková „*Princíp proporcionality medzi kapitálovou účasťou akcionára (podielom na základnom kapitále) a počtom hlasov (alebo inak povedané tzv. hlasovacou silou) vychádza z princípu rovnosti akcionárov ako (ideálne) rovných účastníkov súkromnoprávných vzťahov*“.³⁷ Princíp proporcionality vo svetle rovnosti akcionárov zabezpečuje určitý pomer spravodlivosti vo vzťahu k rozhodovacím procesom v spoločnosti. Hlasovanie na valnej hromade spoločnosti, rešpektujúce princíp väčšinového rozhodovania, by na základe tohto princípu malo dať jednotlivým akcionárom rovnakú možnosť hlasovaním ovplyvniť prijaté rozhodnutia³⁸ a tým spravodlivo zohľadniť ich rovnaký kapitálový prínos do spoločnosti a veľkosť vneseného ekonomického rizika. (*To či je táto predmetná najvhodnejšia pre samotnú spoločnosť rozoberám viac v kapitole 1.4.1.2*).

Rešpektovanie princípu proporcionality môže mať významný dopad na správnu motiváciu akcionárov zaujímať sa o dianie v spoločnosti a zúčastňovať sa na hlasovaní valnej hromady. Ako pripomínajú Easterbrook a Fischel, spoločnosť vydáva akcie ako protihodnotu za vnesený kapitál a akcionári znášajú riziko neúspechu. Akcionári sú vyplácaní ako poslední, po veriteľoch,

³⁴ SLÁVIKOVÁ, L., *Výkon hlasovacieho práva v akciové společnosti*, Praha 2021, Dizertačná práca, Karlova univerzita v Prahe, Právnická fakulta, s. 74.

³⁵ Czech Institute of Directors, *Kodex správy a řízení společnosti ČR (2018)* [online], 2018, [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <https://justice.cz/web/msp/kodex-spravy-a-rizeni-spolecnosti-cr-2018>, bod 1.2.1, s. 21.

³⁶ Czech Institute of Directors, 2018, op. cit., bod 1.2.2, s. 21.

³⁷ SLÁVIKOVÁ, L., 2021, op. cit., s. 68.

³⁸ Myslím tým relatívnu spravodlivosť odvíjajúcu sa od kapitálového prínosu do spoločnosti. Absolútna rovnosť v hlasovaní (hlasovanie podľa hláv) by naopak viedlo k znevýhodneniu akcionárov, ktorí vniesli do spoločnosti väčší kapitál a objektívnej nespravodlivosti.

zamestnancoch a ostatných investoroch s (*relatívne*) "fixnými" pohľadávkami. Akcionári majú teda "zostatkovú" pohľadávku v tom zmysle, že dostanú len to, čo zostane - ale dostanú všetko.³⁹ Akcionári sú teda inherentne motivovaný maximalizovať zisk spoločnosti, a to informovaným hlasovaním o dôležitých rozhodnutiach na valnej hromade, avšak práve porušenie princípu proporcionality môže viesť k prirodzenej neochote a apatii zúčastňovať sa hlasovacích procesov, nakoľko je akcionárom odobratá rovnaká možnosť hlasovaním ovplyvniť prijaté rozhodnutia. Ako však analyzujem v kapitole 1.4.1.2 vydanie akcií s násobným hlasovacím právom, môže byť v určitých prípadoch nástroj na zmiernenie negatívnych dopadov racionálnej apatie akcionárov.

1.2.2. Zásada rovného zachádzania so všetkými akcionármi

Rovnosť akcionárov pri hlasovaní na valnej hromade, rešpektujúc ich rovnakú kapitálovú účasť v spoločnosti, je vo svojej podstate naplnením zásady rovného zachádzania so všetkými akcionármi, ktorú je možné považovať za jednu zo stavebných zásad korporáčného práva⁴⁰, ktorej úlohou je ochrana akcionárov. Jedná sa o becnú právnu zásadu, ktorá vyplýva z povahy fungovania akciovej spoločnosti, bez konkrétneho normatívneho zakotvenia.⁴¹ (*tento názor je typický pre jurisdikcie ovplyvnené nemeckým právom, naopak v common law predpisujú rovnaké zachádzanie v konkrétnych ad hoc prípadoch alebo zákonom v konkrétnych kontextoch, ale sú menej naklonený názoru prijať zásadu rovného zachádzania ako obecný právny princíp*).⁴² Princíp proporcionality je možné označiť za relatívnu formu zásady rovného zachádzania, ktorá podľa Špačkovej pramení z kapitálovej účasti a tvrdí, že: „*zákon spája rozhodovaciu právomoc spoločníkov s vynaloženými investíciami,... pretože vyššie riziká odôvodňujú väčšiu možnosť ovplyvňovať činnosť spoločnosti.*“⁴³

Zásada rovného zachádzania predstavuje imperatív, ktorý ma korekčnú funkciu všeobecného zákazu neodôvodneného znevýhodnenia určitého akcionára, ktorého normatívne zakotvenie môžeme napríklad v českom práve nájsť v § 212 odst. 1 OZ „*Korporace nesmí svého členu bezdůvodně zvýhodňovat ani znevýhodňovat a musí šetřit jeho členská práva i oprávněné zájmy.*“ Zásadu rovného zachádzania môžeme teda vnímať ako akúsi záchrannú sieť, typicky pre

³⁹ EASTERBROOK, F. H. FISCHER D. R., 1989, op. cit., s. 1421.

⁴⁰ KRAAKMAN, R., ARMOUR, J., DAVIES, P., ENRIQUES, L., HANSMANN, H., HERTIG, G., HOPT, K., KANDA, H., PARGENDLER, M., RINGE, W., ROCK, E. *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*. 3rd Ed. Oxford: Oxford University Press, 2017, ISBN 978-0-19-873963-0, s. 86.

⁴¹ ŠPAČKOVÁ, M., *Zásada rovného zacházení se všemi akcionáři*, *Obchodněprávní revue*, roč. 2016, č. 1, pp. 1-10, s. 5.

⁴² KRAAKMAN, R., ARMOUR, J., DAVIES, P., a kol., 2017 op. cit., s. 86-87.

⁴³ ŠPAČKOVÁ, M., 2016, op. cit., s. 4.

minoritných akcionárov, ktorí sa z povahy veci nachádzajú v spoločnosti v slabšej pozícii a ktorých má táto obecná zásada chrániť pred neoprávnením znevýhodnením.

Z vyššie popísaného vyvstáva otázka, či je odklon od princípu proporcionality a faktické znevýhodnenie akcionára, ktorý vlastní kmeňovú akciu bez násobku hlasov, vo vzťahu k rozhodovacím procesom v spoločnosti, porušením zásady rovného zachádzania. Odpoveď na túto otázku nie je priamočiara, čo je čiastočne spôsobené aj chýbajúcim normatívnym zakotvením zásady nie len v ČR ale aj v ostatných štátoch EÚ. Chýbajúce normatívne zakotvenie najlepšie dokumentuje vyjadrenie generálnej advokátky Verici Trstenjak vo veci Audiolux (C-101/08), že: *„Pojem rovného zaobchádzania s akcionármi sa ako leitmotív prelína právom obchodných spoločností v Spoločenstve a jeho členských štátoch a zjavne predstavuje základný ideál v tejto oblasti práva. Nemôže si však nárokovať, že by v doterajšom právnom poriadku získal ústavný status. Vo vnútroštátnom práve, rovnako ako v práve Spoločenstva, sa jeho kodifikácia obmedzuje na jednotlivé pravidlá v obyčajovom práve.“*

Pre zistenie, či je v konkrétnom prípade možné považovať určité jednanie (v tomto prípade odklon od princípu proporcionality) v rozpore so zásadou rovného zachádzania, ho je potrebné podrobiť viaczložkovému testu.⁴⁴ V nadväznosti na predostretý test, je treba uviesť, že v našom prípade je existencia zjavného znevýhodnenia akcionára vlastniaceho kmeňovú akciu bez násobku hlasov prítomná a nepochybniteľná. Ako však uvádza Špačková: *„Existencia zvýhodnenia alebo znevýhodnenia neznamená automaticky porušenie zásady rovnakého zaobchádzania. Ďalej je potrebné preskúmať, či existuje vecný dôvod pre rozdielne zaobchádzanie. Znevýhodnenie akcionára nie je samo osebe zakázané, ale len vtedy, ak neexistuje odôvodnenie.“*⁴⁵

Formálny dôvod tj. právny titul odlišného zachádzania bude v tomto prípade vždy splnený, pretože vydávať akcie s násobným hlasovacím právom je možné iba na základe zákonného zmocnenia podľa jurisdikcie kde je akciová spoločnosť inkorporovaná. V ČR sa bude jednať o §276 odst. 5, ktorý stanovuje, že: *„S akciami o stejné jmenovité hodnotě nebo s kusovými akciami mohou být spojena různá práva nebo i různá váha hlasů.“*

Za kľúčový aspekt tejto problematiky však považujem materiálne odôvodnenie spoločnosti, na základe ktorého prichádza k vydaniu akcií s násobným hlasovacím právom tj. vecné opodstatnenie odlišného zachádzania. Na tomto mieste treba opätovne zdôrazniť premisu

⁴⁴ V tomto bode odkazujem na vytvorený komplexný test na posúdenie prípadného zakázaného jednania vo vzťahu k zásade rovného zachádzania. Test sa skladá z nasledujúcich komponentov: 1 Existencia zvýhodnenia či znevýhodnenia; 2. Formálne dôvody odlišného zachádzania 3. Materiálne dôvody odlišného zachádzania 4. Požiadavka primeranosti právneho jednania; 5. Vzdanie sa práva a súhlas so znevýhodnením, ŠPAČKOVÁ, M., 2016, op. cit.

⁴⁵ ŠPAČKOVÁ, M., 2016, op. cit., s. 7.

Easterbrooka a Fischela vyjadrenú v kapitole 1. tj. že každá korporácia je špecifickým súborom kontraktov a je potrebné si vybrať optimálne usporiadanie pre rôzne súbory rizík a príležitostí. Verím teda, že pri posudzovaní materiálneho odôvodnenia odlišného zachádzania s akcionármi treba prihliadať k špecifickým aspektom danej korporácie ako sú napr. akcionárska štruktúra alebo predmet podnikania. Pre účely tejto práce je dôležité, že záujem spoločnosti resp. ich akcionárov, môže podľa zahraničnej literatúry predstavovať zásadný materiálny dôvod pre odlišné zachádzanie s akcionármi.⁴⁶ **Inými slovami, ak je v záujme prosperity a vytýčených cieľov spoločnosti, či sa jedná o maximalizáciu zisku alebo o podporu kvalifikovaného informovaného rozhodovania, vydať akcie s násobným hlasovacím právom a tým zasiahnuť do rovnosti akcionárov, nejedná sa o zakázané jednanie a porušenie zásady rovného zachádzania so všetkými akcionármi.**

Pre účely vyššie spomenutého testu, je potrebné aby pre prípustnosť odlišného zachádzania s akcionármi (*mimo formálneho a materiálneho dôvodu*) bola naplnená podmienka proporcionality. V prípade nášho konkrétneho prípadu, kedy odlišné zachádzanie s akcionármi spočíva vo vydaní akcií s násobným hlasovacím právom však považujem podmienku proporcionality za nesprávnu (*čím nespochybňujem samotný test, nakoľko považujem podmienku proporcionality za vhodne zvolenú pri iných zásahoch do zásady rovného zachádzania*). Podmienka proporcionality by v prípade vydania akcií s násobným hlasovacím právom smerovala na posúdenie pomeru hlasovacích práv k vložennej kapitálovej účasti tj. násobky priznaných hlasov.

Podmienka proporcionality by sa logicky týkala iba jurisdikcií, ktoré vo svojej právnej úprave neobsahujú maximálny počet násobkov hlasov (*dvojnásobok v Taliansku resp. 3 násobok u nekótovaných spoločností, desaťnásobok vo Švajčiarsku*). V týchto jurisdikciách nie je možné o teste proporcionality uvažovať vôbec, nakoľko zákonodarca pevne stanovuje strop, ktorý považuje za obecné vyhovujúci a jeho prekročenie vidí ako nežiadúce.

Podmienka proporcionality by tak bola aplikovateľná iba na akciové spoločnosti v jurisdikciách, ktoré tento strop zákonne nestanovujú. Takouto jurisdikciou je aj napr. ČR, kde sa zákonodarca v § 276 odst. 5 obmedzuje na možnosť vydania akcií s „*různou váhou hlasů*“ bez stanovenia zákonného limitu. Otázka proporcionality by sa tak musela posudzovať *ad hoc* na základe pomerov spoločnosti. Černá napr. uvádza, že rozhodné bude či akcie: „*zakladajú natolko hrubú disbalanciu medzi hlasovacou silou akcie a jej podielom na základnom kapitále, že ju už nie je možné odôvodniť záujmom spoločnosti ani uznateľným záujmom jej akcionárov*“⁴⁷. S týmto

⁴⁶ ŠPAČKOVÁ, M., 2016, op. cit., s. 12.

⁴⁷ ČERNÁ, S., 2012, op. cit., s. 197.

názorom sa však nestotožňujem, a prikláňam sa skôr k názoru Slávikovej podľa ktorej nie je možné odôvodniť žiadny limit násobkov hlasov ak zákonodarca umožnil široké prelamanie princípu proporcionality.⁴⁸ Obdobný názor zastáva aj Lála podľa ktorého veľká disproporcía v násobku hlasovacej sily a aj prípadný tisíc násobok sám o sebe nie je neprípustný, keďže akcionár nemôže hlasovacie právo vykonávať svojvoľne v nadväznosti na povinnosť lojality⁴⁹ (*V praxi však môže prísť k oportunistickému chovaniu kontrolného akcionára a zneužitiu hlasovacej sily vid. kapitola 1.4.2.1*). Osobne nepovažujem za správne zákonne alebo judikatúrne stanovovať limit násobkov hlasov z dôvodu disbalancie medzi právami akcionárov a ochrany minoritných investorov, nakoľko sa prikláňam k názoru Easterbrooka a Fischela, že obchodné právo by malo zastávať úlohu tzv. „zmocňujúceho štatútu“ (*enabling statute*) umožňujúceho manažérom a akcionárom, stanoviť si vlastné systémy vnútornej správy a riadenia bez podstatnej kontroly zo strany zákonodarcu a bez účinného obmedzenia prípustných metód riadenia spoločnosti,⁵⁰ a to v súlade s princípom autonómie vôle, na ktorom je podľa názoru Ústavného a Najvyššieho súdu ČR súkromné právo obecné založené⁵¹ (*tieto závery Ústavného a Najvyššieho súdu ČR samozrejme platia formálne iba k právnej úprave v ČR ale považujem ho za obecné aplikovateľné*). Akcionári preberajú svoju pozíciu v spoločnosti dobrovoľne s vedomosťou o ich právach a vnútornom usporiadaní spoločnosti, ktoré je reflektované v cene akcií⁵² a ak nie sú spokojní s jej fungovaním alebo svojím postavením (*slabou hlasovacou silou*), fungujúci trh im zabezpečuje možnosť pomerne jednoducho vystúpiť zo spoločnosti predajom akcií.

V prípade stanovenia podmienky proporcionality by som považoval za problematické aj praktické určenie limitu násobku hlasov v konkrétnych situáciách. Na základe čoho by napr. desať násobok hlasov podmienku splňoval ale dvadsať resp. sto násobok už nie? Na tento problém poukazuje aj odborná literatúra a problematické sa javí aj teoretické stanovenie optimálneho násobku hlasov, ktoré by malo byť maximálne spojené s akciami s násobným hlasovacím právom⁵³ (*bez nadväznosti na konkrétnu jurisdikciu*). Situáciu najlepšie reflektuje krátky prehľad limitov násobkov hlasov významných jurisdikcií a búrz cenných papierov. Francúzsko⁵⁴ a Taliansko⁵⁵ stanovuje maximum na dvojnásobok až trojnásobok hlasov (*jedná sa však o vernostné*

⁴⁸ SLÁVIKOVÁ, L., 2021, op. cit., s. 91.

⁴⁹ LÁLA, D., 2020, op. cit., s. 89.

⁵⁰ EASTERBROOK, F. H. FISCHER D. R., 1989, op. cit, s. 1417.

⁵¹ Zrov. napr. Nález Ústavného súdu ČR z dňa 8. 7. 2010, sp. zn. II. ÚS 3292/09.

Zrov. napr. Uznesenie Najvyššieho súdu ČR z dňa 19. 9. 2017, sp. zn. 29 Cdo 5719/2016.

⁵² EASTERBROOK, F. H. FISCHER D. R., 1989, op. cit, s. 1419.

⁵³ DE LA BRUSLERIE, H., 2023, op.cit., bod 133.

⁵⁴ SLÁVIKOVÁ, L., 2021, op. cit., s. 87.

⁵⁵ *Ibidem*, s. 87.

akcie), americká burza NYSE a Švajčiarsko naopak pripúšťa až desaťnásobok⁵⁶, úprava vo Veľkej Británii pripúšťa pomer násobku až vo výške 20:1⁵⁷, a napriek absencii jednotnej úpravy vo Spojených štátoch (viz 2.1) sa prípustný pomer na úrovni jednotlivých štátov pohybuje v rozmedzí od 10:1 až 40:1.⁵⁸ Existencia tak zásadných rozdielov v limite násobkov hlasov, ktoré sú stanovené na základe presvedčenia zákonodarcu resp. spravovateľa burzy o ich právnej prípustnosti, dokladá problematickosť stanovenia súdne odôvodniteľného *ad hoc* limitu z dôvodu porušenia proporcionality.

Na základe vyššie zhrnutých poznatkov usudzujem, že to, či vydanie akcií s násobným hlasovacím právom porušuje zásadu rovného zachádzania s akcionármi, bude taktiež čiastočne závisieť na fakte, či je v záujme prosperity a vytýčených cieľov spoločnosti takéto akcie vydať. Akcie s násobným hlasovacím právom v sebe inherentne zahŕňajú radu pozitívnych aj negatívnych dopadov na fungovanie akciovej spoločnosti, ktoré bližšie analyzujem v kapitole 1.4. Po ich analýze mám za to, že navzdory určitým rizikám, ktoré ich vydanie predstavuje najmä voči minoritným akcionárom, ich benefity presahujú negatíva a vo väčšine prípadov, bude v záujme spoločnosti takéto akcie vydať, a to predovšetkým vo vzťahu ku kótovaným spoločnostiam a ich vstupu na kapitálové trhy. Na základe toho nepovažujem vydanie akcií s násobným hlasovacím právom za porušenie zásady rovného zachádzania so všetkými akcionármi. Rovnako Lála tvrdí, že zásada rovnosti akcionárov je relativizovaná zákonnými ustanoveniami, ktoré pripúšťajú existenciu rôznych druhov akcií vid. napr. v prípade ČR § 276 ZOK a má za to, že zákonodarca týmto preferuje zásadu zmluvnej autonómie pred zásadou rovného zachádzania.⁵⁹ Lála ďalej dodáva, že: „Zásade rovného zachádzanie v materiálnom zmysle tak neodporuje, ak sa spoločníci na základe úpravy v zakladateľskom právnom jednaní nachádzajú v odlišnom postavení, ak je zavedená nerovnováha v právnych vzťahoch medzi spoločníkmi.“⁶⁰ Lála jeho závery formuluje vo vzťahu k českej právnej úprave ale považujem ich taktiež za obecné aplikovateľné tj. v prípade, že zákonodarca pripúšťa vydávanie akcií s násobným hlasovacím právom, implicitne preferuje v právnom poriadku zásadu zmluvnej autonómie pred zásadou rovného zachádzania a ich adopcia v konkrétnom prípade by nemala znamenať porušenie práva akcionára na rovné zachádzanie. V prípade, že by to judikatúra dovodila opačne, šlo by argumentovať, že takéto rozhodnutie ide proti zmyslu zákona a úmyslu zákonodarcu.

⁵⁶ ČERNÁ, S., 2012, op. cit., s. 195-196.

⁵⁷ DE LA BRUSLERIE, H., 2023, op.cit., bod 133.

⁵⁸ *Ibidem*, bod 133.

⁵⁹ LÁLA, D., 2020, op. cit., s. 54.

⁶⁰ *Ibidem* s. 54.

Záver, že adopcia akcií s násobným hlasovacím právom neporušuje princíp rovného zachádzania s akcionármi implicitne dokladá aj súčasné hodnotové nastavenie zákonodarcov v jednotlivých členských štátoch EÚ ako aj Európskej komisie. Ako podrobnejšie analyzujem v kapitole 2 vo vzťahu k členským štátom a v kapitole 3 voči EÚ, v posledných rokoch dochádza k ich výraznému hodnotovému príklonu k prelamovaniu proporcionality a zavádzaniu *CEMs* vrátane akcií s násobným hlasovacím právom, a to predovšetkým v snahe podporiť kapitálové trhy v eurozóne a zatriktívniť právne prostredie pre spoločnosti pod tlakom regulačnej súťaže.

1.3. Akciové spoločnosti s duálnym systémom akcií

Pred samotnou analýzou jednotlivých dopadov akcií s násobným hlasovacím právom, by som rád poskytol aspoň čiastočnú odpoveď na otázku, ktoré akciové spoločnosti je možné považovať za vzorový typ osvojiteľov duálneho systému akcií pomocou vydania akcií s násobným hlasovacím právom (*často v spojení aj s akciami bez hlasovacích práv*). V mojej analýze sa sústreďujem na dva aspekty 1) akcionársku štruktúru tj. kto sú akcionári, ktorí držia akcie s násobným hlasovacím právom a či je pri určitej akcionárskej štruktúre vyšší predpoklad adopcie akcií s násobným hlasovacím právom a 2) sektor podnikania tj. či existuje oblasť, ktorej špecifické aspekty zvyšujú pravdepodobnosť adopcie duálneho systému akcií.

1.3.1. Akcionárska štruktúra

V rámci českej aj zahraničnej literatúry je pomerná zhoda na tom, že akcie s násobným hlasovacím právom vlastní predovšetkým akcionári, ktorý si chcú zachovať kontrolu nad smerovaním spoločnosti a vykonávať rozhodujúci hlasovací vplyv pri príjmami rozhodnutí, a to pri nižšej kapitálovej účasti tj. preferujú vplyv nad majetkovou účasťou. V českej literatúre sa spomína, že sa často krát môže jednať o zakladateľov spoločností⁶¹ alebo majoritných akcionárov, ktorý potrebujú získať kapitál bez straty pomernej väčšiny hlasovacích práv. Ako artikulovane uvádza Černá: „*hlasovacie akcie uvoľňujú likviditu ostatných akcií, pretože akcionár môže s ostatnými akciami spoločnosti disponovať, bez toho aby by tím súčasne nutne strácal rozhodujúci vplyv v spoločnosti. To mu umožňuje diverzifikovať kapitálové portfólio*“.⁶² Tieto závery sú nespochybniteľne správne, napriek tomu na ďalších stranách analyzujem, či existuje nejaký obecný determinant určujúci aký druh spoločností a akcionárov pristupuje k adopcii duálneho systému emisiou akcií s násobným hlasovacím právom.

⁶¹ SLÁVIKOVÁ, L., 2021, op. cit., s. 89.

⁶² ČERNÁ, S., 2012, op. cit., s. 200.

Ako uvádzajú Adamsová a Ferreira anglická literatúra venujúca sa tejto problematike je prekvapivo malá, čo je podľa nich spôsobené tým, že neexistuje akademická zhoda na determinante duálnych akciových štruktúr a čiastočne ťažkosťami so získaním dostatočne veľkej vzorky na získanie determinantu.⁶³ Česko-slovenská literatúra na túto tému je v podstate neexistujúca.

Jednou z prvých štúdií na túto tému je práca De Angela a De Angelovej z roku 1985, v ktorej sa prikláňajú rovnako ako napr. Černá k tvrdeniu, že jedným z hlavných dôvodov prečo akciové spoločnosti adoptujú duálnu štruktúru akcií, je snaha kontrolujúcich akcionárov udržať si kontrolu nad spoločnosťou bez toho, aby museli znášať nadmerné ekonomické riziko *cash-flowu*.⁶⁴ Tento záver podporuje aj štúdia z roku 2006, ktorá zistila, že približne 85% zúčastnených spoločností v štúdií, ktoré adoptovali duálnu štruktúru akcií má aspoň jednu triedu nelikvidných akcií, s ktorou sa neobchoduje⁶⁵ tj. sú dlhodobo držané zakladateľmi alebo dlhodobými investormi.

Logickým predpokladom je, že akcionármi vlastniacimi akcie s násobným hlasovacím právom sú vo väčšine prípadov zakladatelia spoločností, ktorí si chcú udržať kontrolu nad spoločnosťou resp. produktom, ktorý vybudovali a ku ktorému pociťujú istú afinitu. Pochopiteľným záverom je aj to, že zakladatelia sú viac prepojení so spoločnosťou, ktorá nesie ich meno. Tento jav dokladá aj štúdia, ktorá zistila, že spoločnosti s menom osoby zakladateľa v názve sú náchylnejšie na adopciu duálneho systému akcií.⁶⁶

Dôvody pre ktoré si chcú zakladatelia zachovať kontrolu nad spoločnosťou sa môžu rôzniť. Jedným z nich môže byť snaha o zachovanie úspešnej „riadiacej formule“ tj. súbor vedúcich manažérov a pracovníkov. Túto hypotézu „zakladateľa a ľudského kapitálu“ (*founder-human-capital hypothesis*), ktorá tvrdí, že dôvodom pre ktoré spoločnosti sústredujú kontrolu v rukách zakladateľov je ochrana ľudského kapitálu špecifického pre firmu, sa snažili potvrdiť aj Taylor a Whited pri analýze *IPO* austrálskych spoločností.⁶⁷ K vyššie spomínaným odstavcom

⁶³ ADAMS, R., FERREIRA, D., 2007, op. cit. s. 58.

⁶⁴ DEANGELO, H., DEANGELO, L., *Managerial ownership of voting rights: A study of public corporations with dual classes of common stock*, *Journal of Financial Economics* [online], 1985, roč. 1985, č. 14, pp. 33-69, [Cit. 25.3.2024].

⁶⁵ GOMPERS, P., ISHII, J., METRICK, A., *Extreme governance: An analysis of dual-class firms in the United States*, *Rodney L. White Center for Financial Research Working Paper* [online], 2008, č. 12-04, [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=562511>, s. 3.

⁶⁶ GOMPERS, A. P., ISHII, L. J., METRICK, A., 2008, op. cit., štúdia zistila, že z analyzovaných spoločností v USA tvoria väčšinu spoločností s duálnym systémom spoločnosti, ktorých názov je rovnaký ako meno zakladateľa.

⁶⁷ TAYLOR, L. S., WHITTRED, P. G., *Security design and the allocation of voting rights: Evidence from the Australian IPO market*, *Journal of Corporate Finance* [online], 1998, roč. 1998, č. 4, pp. 107-131, [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=6789>.

treba dodať, že samozrejme, osoba zakladateľa a kontrolujúceho akcionára môže byť totožná. To platí najmä pre európske spoločnosti, kde je pomerne bežný výskyt jedného resp. skupiny kontrolujúcich akcionárov, na rozdiel od USA v ktorých je častá rozptýlená štruktúra akcionárov kótovaných spoločností.⁶⁸

Zaujímavým faktorom, ktorý podľa štúdií zvyšuje pravdepodobnosť adopcie akcií s násobným hlasovacím právom je rodinná kontrola spoločnosti. V štúdiu z roku 2020 skúmali Bajo a kol. dopady zavedenia vernostných akcií na talianske akciové spoločnosti.⁶⁹ Podľa ich záverov, adoptovalo po reforme duálnu štruktúru akcií približne 20% kótovaných spoločností, avšak akciové spoločnosti, ktoré sú kontrolované jedinou rodinnou boli najviac náchylné na ich adopciu.⁷⁰ Tento poznatok nie je na základe dosiahnutých záverov prekvapivý, keďže ako sami uvádzajú: „Celkovo, naše dôkazy naznačujú, že posilnenie kontroly rodiny je hlavným účinkom zavedenia vernostných akcií“⁷¹ (Pozn. štúdia sa zameriavala na vernostné akcie. Uvádzam ju z dôvodu, že z hľadiska motivácie akcionárov vedúcich k ich adopcii vykazujú rovnaké vlastnosti ako akcie s násobným hlasovacím právom tj. posilnenie hlasovacích práv). Tento záver podporuje aj štúdia z úplne odlišnej jurisdikcie a korporáčnej kultúry. Amoako-Adu a Smith vo svojej štúdiu z roku 2001 v ktorej analyzujú determinanty vedúce k IPO spoločností so zavedením duálneho systému akcií na Toronstkej burze cenných papierov dospeli taktiež k záveru, že ak je väčšinový podiel v akciovej spoločnosti pred IPO vlastnený jednou rodinnou, posilňuje to možnosť vstupu na burzu so zavedením duálneho systému akcií.⁷² **Vyššie citované závery naznačujú, že akciové spoločnosti, ktoré sú kontrolované jedinou rodinnou majú vyššiu tendenciu k zavedeniu CEMs**, a to primárne akcie s násobným hlasovacím právom a predovšetkým pred IPO tj. preferujú redukciu majetkovej účasti v spoločnosti pred stratou možnosti jej kontroly. CEMs sa obecné vyskytujú predovšetkým v jurisdikciách, ktorým ekonomicky dominujú rodinne kontrolované konglomeráty,⁷³ čo taktiež podporuje vyššie uvedený záver.

Ako vidieť na predchádzajúcich riadkoch, tvrdenia akademikov podporené početnými štúdiami vedú k jednoznačnému záveru tj. že akciové spoločnosti, ktoré sa rozhodnú prelomiť

⁶⁸ KRAAKMAN, R., ARMOUR, J., DAVIES, P., a kol., 2017 op. cit., s. 49.

⁶⁹ BAJO, E., BARBI, M., BIGELLI, M., CROCI, E., 2019., op. cit.

⁷⁰ *Ibidem*, s. 1.

⁷¹ *Ibidem*, s. 1.

⁷² AMOAKO-ADU, B., SMITH, B. F., *Dual class firms: Capitalization, ownership structure and recapitalization back into single class*, *Journal of Banking and Finance* [online], 2001, roč. 2001, č. 25, pp. 1083-111, [Cit. 25.3.2024].

⁷³ BEBCHUK, L. A., KRAAKMAN, R. H., TRIANTIS, G., *Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights*, *Concentrated Corporate Ownership* [online], 1999, pp. 295-315, [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.147590>, s. 1.

princíp proporcionality a vydať akcie s násobným hlasovacím právom resp. využiť iný *CEM* sú predovšetkým rodinne kontrolované spoločnosti alebo spoločnosti s prítomnosťou kontrolného akcionára, ktorý je častokrát zakladateľom, v snahe posilniť svoje kontrolné postavenie výmenou za stratu majetkovej účasti. Tento jav má očividne spojitosť so zalistovaním na akciové trhy pomocou *IPO* a snahou získať kapitál⁷⁴, čo bližšie rozoberám v kapitole 1.4.1.4.

Vo vzťahu k tomuto záveru uvádzam zaujímavé poznatky zo štúdie Lehna, Nettera a Poulsenovej, ktorí analyzovali vzťah medzi adopciou duálneho systému akcií a LBO transakcie⁷⁵. Hlavný záver štúdie je, že adopcia duálneho systému akcií a LBO transakcia, ktorú je možno považovať za „*going private*“ transakciu, pri ktorej sa verejne obchodovaná spoločnosť mení na súkromnú, sú z ekonomického hľadiska substitútmi, nakoľko posilňujú kontrolu výhradnej časti akcionárov.⁷⁶ Treba však uviesť významný rozdiel medzi porovnávanými možnosťami, a to že akcionári, ktorí by sa rozhodli pre adopciu duálneho systému namiesto LBO transakcii, budú mať menšiu majetkovú účasť v spoločnosti a minimalizujú tak vnesené ekonomické riziko. Ďalším poznatkom štúdie je, že spoločnosť, ktorá sa rozhodne ostať verejne obchodovanou a namiesto LBO transakcie si k posilneniu kontroly zvolí adopciu akcií s násobným hlasovacím právom má do budúcnosti vyšší potenciál rastu.⁷⁷ Adamsová a Ferreira tento záver štúdie komentujú tak, že: „*Spoločnosti, ktoré chcú konsolidovať kontrolu, ale majú dobrý potenciál rastu uprednostňujú rekapitalizáciu duálnym systémom akcií, pretože si môžu zachovať lacný zdroj financovania.*“⁷⁸

1.3.2. Sektor podnikania

Vyššie spomenuté závery pomerne presne popisujú vlastnícku štruktúru akciových spoločností, ktoré sa rozhodnú adoptovať duálnu štruktúru akcií a dôvody, ktorými sú motivované. Existuje ale korelácia aj medzi predmetom podnikania spoločnosti a adopciou akcií s násobným hlasovacím právom? Inak povedané, je možné určiť sektor podnikania v ktorom spoločnosti najčastejšie adoptujú duálnu štruktúru akcií a prípadné faktory, ktoré k tomu prispievajú?

⁷⁴ Viz CHEMMANUR., J., T., JIAO., Y., 2011, op. cit.

⁷⁵ LBO transakciou sa rozumie akvizičný mechanizmus, pri ktorom sa nadobúda účasť v cieľovej spoločnosti, pričom akvizičné náklady sú financované vo väčšej miere externým dlhovým financovaním a v menšej miere vlastným kapitálom. Tento akvizičný dlh sa následne spláca z peňažných tokov cieľovej spoločnosti.

⁷⁶ LEHN, K., NETTER, J., POULSEN, A., *Consolidating corporate control: Dual-class recapitalizations Versus leveraged buyouts*, *Journal of Financial Economics* [online], 1990, roč. 1990, č. 27, pp. 557-580, [Cit. 25.3.2024].

⁷⁷ ADAMS, R., FERREIRA, D., 2007, op. cit., s. 58-59.

⁷⁸ *Ibidem*, s. 59.

System duálnej štruktúry akcií si v poslednom desaťročí získal veľkú popularitu u amerických technologických spoločností. Mimo iných môžeme uviesť ako príklad spoločnosti Facebook (2012), Square (2015), Pinterest (2019), Coinbase (2021) a najznámejší prípad, ktorý pritiahol veľkú mediálnu pozornosť, technologického giganta Google. Google sa rozhodlo pre *IPO* a vydanie akcií s násobným hlasovacím právom, s ktorými bolo spojených desať hlasov na valnej hromade a ktoré si podržali zakladatelia spoločnosti a ostatní dlhodobí investori, zatiaľ čo externým investorom boli ponúknuté kmeňové akcie s jedným hlasom na akciu.⁷⁹ Krok Google vyvolal nielen vlnu kritiky zo strany médií a aktivistov ale napríklad vplyvný poradca pre zastupovanie (*proxy advisor*) Institutional Shareholder Services zaradil spoločnosť Google na koniec rebríčka v rebríčku *corporate governance*, pod ktorúkoľvek spoločnosť z rebríčka S&P 500⁸⁰. Tieto reakcie dokladajú negatívny postoj inštitucionálnych investorov k akciám s násobným hlasovacím právom.

Tieto prípady dokladajú trend, ktorý je pozorovateľný predovšetkým v reáliách USA tj. že v rámci *IPO* sa najčastejšie rozhodnú prijať duálnu štruktúru akcií spoločnosti z technologického sektoru.⁸¹ Renesanciu duálneho systému akcií na amerických akciových trhoch, predovšetkým v oblasti technologických spoločností, dokumentuje aj čínsky technologický gigant Alibaba, ktorý sa rozhodol uskutočniť *IPO* na burze NYSE z dôvodu nemožnosti zalistovania na burze Hong Kong Stock Exchange, ktorá nepovoľuje deviáciu z „*one share-one vote*“ systému.⁸² Ďalším dôkazom potvrdzujúcim vzrastajúcu popularitu akcií s násobným hlasovacím právom medzi americkými akciovými spoločnosťami je vznik novej burzy, ktorá sa orientuje výhradne na spoločnosti s duálnym systémom akcií – Long-Term Stock Exchange (*LTSE*). *LTSE* je prepojená na venture capitalist investorov zo Silicon Valley, ktorí v spoločnostiach primárne orientovaných na technologický sektor presadzujú manažérske riadenie zamerané na dlhodobý rast hodnoty spoločnosti (*long-termism*), ktoré umožňuje odmeňovať investorov za dlhodobo orientované investície.⁸³ Práve *LTSE* pracuje s predpokladom, ktorý rozoberám v kapitole 1.4.1.3 tj. že adopcia akcií s násobným hlasovacím právom pomáha v spoločnostiach presadzovať orientáciu na dlhodobý rast spoločnosti.

Vzrastajúci trend však najlepšie dokumentuje štatistika od Rittera, ktorá analyzuje počet *IPO* na amerických akciových trhoch AMEX, NYSE a NASDAQ medzi rokmi 1980-2022.⁸⁴

⁷⁹ CHEMMANUR., J., T., JIAO., Y., 2011, op. cit., s. 305.

⁸⁰ *Ibidem*, s. 305.

⁸¹ DE LA BRUSLERIE, H., 2023, op.cit., bod 3.

⁸² KRAAKMAN, R., ARMOUR, J., DAVIES, P., a kol., 2017 op. cit., s. 83.

⁸³ DE LA BRUSLERIE, H., 2023, op.cit., bod 17.

⁸⁴ RITTER, J. R., 2023, op. cit., dostupné z: <https://site.warrington.ufl.edu/ritter/ipo-data/>.

Ritter vo svojej analýze porovnáva počet technologických a netechnologických firiem, ktoré sa rozhodli pre *IPO* so zavedením duálneho systému akcií. Prvotná analýza týchto štatistík pri porovnaní celého skúmaného horizontu (1980-2022)⁸⁵ by mohla viesť k záveru, že neexistuje empirický dôkaz o prevahe technologických *IPO* s duálnym systémom akcií, avšak pri dôkladnej analýze je možné pozorovať odlišný a veľmi presvedčivý trend. Zásadným poznatkom z tohto súboru dát je, že medzi americkými technologickými spoločnosťami sa od polovice minulého desaťročia zásadne rozšírila duálna štruktúra akcií, a to do takého rozmeru, že v posledných troch skúmaných rokoch (2020-2022) **tvoria *IPO* s duálnou štruktúrou takmer polovicu všetkých *IPO* technologických spoločností.**⁸⁶

Posledné roky sa teda nesú v znamení zvýšeného záujmu technologických spoločností o duálnu štruktúru akcií, ktoré to na základe svojho špecifického predmetu podnikania pokladajú za najefektívnejší systém vnútorného usporiadania. Zaujímavejším poznatkom je ale predovšetkým ochota externých akcionárov investovať do technologických spoločností napriek adopcii *CEMs* (*mnohé technologické spoločnosti emitujú rovnako aj akcie bez hlasovacích práv*), ktoré ich objektívne znevýhodňujú a vylučujú ich možnosť podieľať sa zásadným podielom na vedení spoločnosti, a to najmä v kontexte obecného známeho odporu inštitucionálnych investorov k *CEMs*. Môžeme sa iba domnievať čo je za týmto správaním investorov, ale ponúkajú sa predovšetkým vysvetlenia spojené so špecifickým odvetvím technologických firiem a rešpektovanými zakladateľmi spoločností, ktorým akcionári dôverujú a spájajú s nimi samotný úspech spoločnosti. Ventrizzo to rovnako pripisuje relevancii technických vedomostí, ľudského kapitálu a charizme zakladateľov, ktoré akcionári v spomenutých odvetviach náležite doceniajú.⁸⁷ Zdá sa teda, že inštitucionálni investori majú v technologickom sektore tendenciu ústretovejšie prijímať adopciu duálneho systému akcií, ktorým dochádza ku konsolidácii rozhodovacej sily zakladateľov.

Spomínaná vzorka nie je dostatočná na nepodmienený záver, že technologické spoločnosti sú najviac náchylné na adopciu duálneho systému ale dokumentuje to zjavný trend, ktorý je možné reflektovať aj vo vyjadreniach literatúry. Liang et. al. priamo tvrdia že: „*Duálnu štruktúru akcií zvyčajne prijímajú technologické spoločnosti, ktoré často zakladajú zakladatelia s významným*

⁸⁵ 9.0% duálnych technologických vs. 10.1% duálnych netechnologických *IPO*.

⁸⁶ 2020 - 41.3%
2021 - 45.5%
2022 - 50.0%

⁸⁷ VENTORIZZO, M., *The Disappearing Taboo of Multiple Voting Shares: Regulatory Responses to the Migration of Chrysler-Fiat*, *ECGI Working Paper Series in Law* [online], 2015, roč. 2015, č. 288, [Cit. 25.3.2024]. Dostupné z: <https://ecgi.global/working-paper/disappearing-taboo-multiple-voting-shares-regulatory-responses-migration-chrysler-fiat>, s. 10.

nehmotným majetkom (napr. ľudským kapitálom) ale relatívne malým finančným kapitálom.“⁸⁸ Obdobný názor zastáva aj de La Bruslerie a tvrdí, že: „*Duálna štruktúra akcií je opodstatnená najmä v odvetviach, kde sú investičné vyhliadky v krátkodobom horizonte vysoko rizikové. To sa deje v technologických odvetviach a pri startupoch a môže to vysvetľovať, prečo sú v týchto odvetviach bežné dvojtriedne štruktúry akcií.*“⁸⁹

Technologické spoločnosti očividne disponujú určitými špecifikami, ktoré z nich robia ideálnych adeptov na adopciu akcií s násobným hlasovacím právom a ďalší vývoj vo vzťahu k technologickým spoločnostiam a duálnemu systému akcií považujem zaujímavý predmet výskumu do budúcich rokov. Jedným z možných vysvetlení spomínaných v odbornej literatúre je možný efekt duálneho systému akcií na inovačnú kapacitu spoločnosti. Podľa de La Bruslerieho sú inovačné a podnikateľské schopnosti zamestnancov a vedúcich pracovníkov špecifickými ekonomickými aktívami spoločnosti, ktorým duálna štruktúra akcií poskytuje ochranu a zabezpečuje trvanie, a preto je možné, že sa najčastejšie vyskytuje v spoločnostiach so silným zakladateľom patriacich do technologického sektora, nakoľko je to odvetvie s najväčším dôrazom na inovácie, kde majú tieto špecifické aktíva najväčší význam.⁹⁰ K rovnakým záverom dospela aj štúdia, ktorá analyzovala vzťah medzi duálnou štruktúrou akcií a počtom vydaných patentov. Závěry štúdie sú, že: „*duálna štruktúra akcií má významný inovačný účinok v sektoroch špičkových technológií, v odvetviach, v ktorých sa ťažko inovuje a v spoločnostiach s vyššou hrozbou externého prevzatia.*“⁹¹ Štúdia to pripisuje ochrannej funkcii duálneho systému akcií, keďže manažmentu je umožnené adoptovať manažérsky prístup zameraný na dlhodobé zhodnotenie spoločnosti (*long-termism*). Vyššie popísané závery poukazujú na inovačný efekt duálneho systému akcií a ich prepojenie na špecifické aktíva spoločnosti spojené s ľudským kapitálom, čo vysvetľuje častú adopciu tohto systému technologickými spoločnosťami. Na druhej strane, súčasný rozmach duálneho systému akcií môže byť podľa de La Bruslerieho vysvetlení obecně narastajúcim významom nehmotných aktív a hodnotou ľudského kapitálu v post-industriálnych kapitalistických ekonomikách, ktoré sú závislé na informačných službách a špecifických

⁸⁸ LIANG, H., ZHANG, W., NGUYEN, P., *The Sun Is Rising in the East: Dual-Class Shares and the Competitive Landscape of Technological Industries in Asia.*, European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper [online], 2022, roč. 2022, č. 852, [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=4248516>, s. 6.

⁸⁹ DE LA BRUSLERIE, H., 2023, op.cit., bod 33.

⁹⁰ *Ibidem*, bod 40.

⁹¹ CAO, X., LENG, T., GOH, J. C., MALATESTA, P., *The innovation effect of dual-class shares: New evidence from US firms*, *Economic Modelling*, Elsevier [online], 2020, roč. 2020, č. 9, pp. 347-357, [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <http://dx.doi.org/10.1016/j.econmod.2020.06.017>,

nehmotných aktívach závislých od ľudských zdrojov, a preto ich spája s nárastom nových technológií.⁹²

Na záver rozboru otázky, ktoré akciové spoločnosti majú tendenciu adoptovať duálnu štruktúru akcií uvádzam zaujímavú štúdiu Chemmanura a Jiaoa, ktorí dôkladne analyzujú modelovú situáciu kedy sa stávajúci kontrolný akcionár rozhodne predať majetkovú účasť v spoločnosti externým subjektom pomocou *IPO*, aby mohol zrealizovať nový projekt spoločnosti.⁹³ Štúdia rozoberá kľúčové faktory, ktoré vedú k rozhodnutiu či k *IPO* príde s adopciou duálneho systému akcií alebo so zachovaním systému „*one share-one vote*“. Jedná sa primárne o faktory ako talent a reputácia kontrolného akcionára, veľkosť rizika prijatého projektu a sektor podnikania.⁹⁴ Štúdia prichádza s totožnými závermi ako rozbor tejto práce na predchádzajúcich stranách a priamo ho tak potvrdzujú. Závěry štúdie autori samy hodnotia takto: „Z našej analýzy vyplýva niekoľko predpovedí, ktoré možno overiť: Po prvé, náš model predpovedá, že duálne *IPO* sú najčastejšie v troch druhoch firiem: **Po prvé, v spoločnostiach pôsobiacich v odvetviach, v ktorých značná hodnota môže byť vytvorená ignorovaním dočasných trendov, po druhé: v rodinných spoločnostiach a spoločnostiach riadených zakladateľmi, ktorí majú tendenciu mať vysokú reputáciu v riadení firmy; a po tretie: v spoločnostiach, ktoré sa vyznačujú veľkými súkromnými výhodami z kontroly.**⁹⁵

1.4. Dopady adopcie akcií s násobným hlasovacím právom na akciovú spoločnosť

Po krátkom rozbere klasického systému proporcionality hlasového práva by som rád pristúpil k problematike akcií s násobným hlasovacím právom, a to prostredníctvom súhrnu praktických implikácií ich adopcie na akciovú spoločnosť tj. ako následok odklonu od systému „*one share-one vote*“. Tento postup považujem za najvhodnejší pre poskytnutie súhrnného rozboru tak komplexnej oblasti s mnohými právnymi i ekonomickými dopadmi.

K tejto analýze som pôvodne plánoval pristúpiť formou súhrnu pozitív a negatív, avšak takýto postup po dôkladnom zvážení nepovažujem za vhodný, nakoľko takéto *a priori* definitívne hodnotenie jednotlivých dopadov nemusí byť správne pre celú množinu akciových spoločností. Zároveň mám pocit, že takéto hodnotenie by bolo striktne subjektívne a pravdepodobne značne variabilné vo vzťahu k rôznym akciovým spoločnostiam berúc do úvahy ich špecifiká a odlišnosti. Podľa môjho názoru nie je možné teoreticky označiť určitý dopad analyzovaný v tejto kapitole za

⁹² DE LA BRUSLERIE, H., 2023, op.cit., bod 147.

⁹³ CHEMMANUR., J., T., JIAO., Y., 2011, op. cit.

⁹⁴ *Ibidem*, s. 316.

⁹⁵ *Ibidem*, s. 316.

pre spoločnosť prospešný alebo naopak škodlivý. Konkrétne hodnotenie bude vždy záležať na *ad hoc* posúdení relevantných faktorov a čiastočne aj osobného presvedčenia čitateľa. Ako príklad uvádzam dopad v podobe minimalizácii rizika nepriateľského prevzatia, ktorému sa bližšie venujem v kapitole 1.4.1.4., ktorého praktické dopady na spoločnosť, a teda prípadné hodnotenie o „pozitívnom“ alebo „negatívnom“ dopade, závisia na veľkom množstve premenných. Rovnako považujem za krátkozraké obecné tvrdiť, že je niečo pre spoločnosť pozitívne alebo negatívne, a to predovšetkým v súčasnej dobe, kedy je literatúra v tejto otázke značne polarizovaná vzhľadom na rôznorodé teórie o ciele a funkcii obchodnej korporácie.⁹⁶ Inak môže konkrétny dopad hodnotiť čitateľ, ktorý je hodnotovo naklonený k teórii maximalizácie hodnoty spoločnosti (*value maximalization*) a inak čitateľ, ktorý preferuje teóriu zainteresovaných strán (*stakeholder theory*) vo svetle udržateľného investovania známeho pod skratkou ESG (*Environmental, Social and Governance*). Z tohto dôvodu nechávam konečné rozhodnutie o hodnotení konkrétnych dopadov na čitateľa, a to napriek tomu, že vo vzťahu k tejto práci činím čiastočné hodnotové závery.

Adopcia akcií s násobným hlasovacím právom však v sebe má inherentne jednu implikáciu, ktorá je pre každú akciovú spoločnosť rovnaká, a to bez ohľadu na veľkosť, vlastnícku štruktúru, predmet podnikania alebo kótovanie na akciových trhoch. Je ňou posilnenie postavenia vlastníka týchto akcií vo vlastníckej štruktúre spoločnosti respektíve zhoršenie postavenia vlastníka kmeňových akcií. Považujem to preto za centrálny bod mojej analýzy z ktorého budem vychádzať pri rozbere ostatných dopadov a snažím sa komplexne posúdiť potenciálne výhody, nevýhody a riziká plynúce z posilnenia postavenia (majoritného) akcionára držiaceho akcie s násobným hlasovacím právom.

1.4.1. Posilnenie postavenia vlastníka akcií s násobným hlasovacím právom

Samotné posilnenie postavenia vlastníka týchto akcií považujem za objektívny fakt, ktorý nie je potrebné v rámci tejto práce ďalej vysvetľovať alebo analyzovať, vzhľadom na to, že zvýšiť hlasovaciu silu akcionára je cieľom týchto akcií. Dalo by sa argumentovať, že neprichádza k posilneniu celkového postavenia akcionára v spoločnosti ale iba k zvýšeniu jeho hlasovacej sily, keďže ako rozoberám v úvode tejto práce, právo spojuje s akciou rôzne majetkové a výkonné práva, ktoré vo väčšine prípadov nie sú vydaním akcie, ktorá upravuje hlasovacie právo modifikované.⁹⁷ Subjektívne však právo hlasovať na valnej hromade, rovnako ako tuzemská

⁹⁶ V tejto otázke odkazujem napr. na pojednanie JENSEN, M. C., *Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function*, *Journal of Applied Corporate Finance* [online], 2001, roč. 2001, č. 14, pp. 8-21, [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <https://doi.org/10.2307/3857812>.

⁹⁷ Toto tvrdenie samozrejme nemusí platiť absolútne, nakoľko teoretická možnosť upraviť aj ostatné práva a povinnosti pri vydaní akcií s násobným hlasovacím právom existuje. Vid. znenie §276 odst. 5 ZOK.

a zahraničná literatúra⁹⁸, považujem za najdôležitejšie nemajetkové právo od ktorého sa odvíja nie len samotná hlasovacia sila akcionára ale aj výkon ostatných nemajetkových práv. Príkladom je napr. právo účastniť sa na valnej hromade, ktoré je označované za základné právo akcionára, ktoré mu umožňuje podieľať sa na správe spoločnosti.⁹⁹ Ako však uvádza odborná literatúra: „*Rada akcionárov, a to hlavne tých menšinových, svojho práva na účasť na valnej hromade cielene nevyužíva.....to je dôsledkom zváženia možnosti ovplyvniť rozhodnutie valnej hromady, ktoré sa odvíja predovšetkým od podielu akcionára na základnom kapitále spoločnosti*“.¹⁰⁰ Táto tzv. racionálna apatia akcionárov tj. neúčasť na valnej hromade a znížená informovanosť o dianí v spoločnosti, vyplýva z nemožnosti ovplyvniť prijaté rozhodnutia nízkou hlasovacou silou. Znížená informovanosť je následne logickým dôsledkom neúčasti na valnej hromade, keďže právo na vysvetlenie sa v reáliách akciovej spoločnosti realizuje prioritne na valnej hromade. Ako uvádza odborná literatúra „*Akcionár nemá nárok na akékoľvek informácie o záležitostiach spoločnosti. Akcionár má právo žiadať vysvetlenie týkajúce sa spoločnosti...., ak je takéto vysvetlenie potrebné pre posúdenie záležitosti zarazených na valnú hromadu*“.¹⁰¹ Modifikácia hlasovacej sily akcionára tak má priamy dopad na využívanie ostatných nemajetkových práv. Z tohto dôvodu považujem za priamy dôsledok adopcie akcií s násobným hlasovacím právom celkové posilnenie ich vlastníka v štruktúre spoločnosti, keďže následkom zníženia hlasovacej sily prichádza k racionálnej apatii ostatných akcionárov a k následnej degradácii ich ďalších nemajetkových práv. Obdobný názor zastáva aj Lála: „*Ostatne zmena veľkosti určitého práva zasahuje do právneho postavenia spoločníka a spravidla i iných spoločníkov. Zvýšenie intenzity (veľkosti) práva spojeného s jedným druhom podielu (akcie), má často za následok zníženie vplyvu iných druhov*“.¹⁰² Adopciou akcií s násobným hlasovacím právom tak ich vlastníci v dlhodobom horizonte získava významne silnejšie postavenie v štruktúre spoločnosti a ako následok racionálnej apatie ostatných akcionárov dochádza medzi akcionármi k prehĺbeniu informačnej asymetrie.

Na ďalších stranách podrobnejšie rozoberám konkrétne dôsledky tohto posilnenia na spoločnosť resp. na vnútornú dynamiku vzťahov medzi jednotlivými zainteresovanými subjektmi

⁹⁸ Viz ČERNÁ, S., In: ČERNÁ, S., ŠTENGLOVÁ, I., PELIKÁNOVÁ, I. a kol., 2021, op. cit., s. 139 resp. v zahraničnej literatúre vid. BURKART, M., LEE, S., *The One Share – One Vote Debate: A Theoretical Perspective*. ECGI Finance Working Paper [online], 2007, roč. 2007, č. 176, [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <https://ecgi.global/working-paper/one-share-one-vote-debate-theoretical-perspective>, s. 1.

⁹⁹ JOSKOVÁ, L., Akciová spoločnosť, In: ČERNÁ, S., ŠTENGLOVÁ, I., PELIKÁNOVÁ, I. a kol., 2021, op. cit., s. 435.

¹⁰⁰ *Ibidem*, s. 435.

¹⁰¹ *Ibidem*, s. 437.

¹⁰² LÁLA, D., 2020, op. cit., s. 15.

ako je napr. ochrana pred nepriateľským prevzatím, problémy zastúpenia alebo rozhodovacie procesy. **Pre úplnosť uvádzam, že nižšie analyzované dopady nemusia byť aplikovateľné pre celú množinu akciových spoločností** a sú závislé na konkrétnych aspektoch akciovej spoločnosti (akcionárska štruktúra, prítomnosť majoritného akcionára, vnútorné nastavenie vzťahov, sektor podnikania a pod.)

1.4.1.1. Zlepšenie problému zastúpenia medzi manažmentom a akcionármi

a) Obecný popis problému zastúpenia

Jeden z hlavných problémov, ktorým musí čeliť každá akciová spoločnosť je tzv. problém zastúpenia a jeho náklady (*obecne známy aj pod anglickými termínmi „Principal-agent problem“ „Agency issue“ alebo „Agency Paradigm“*). Problém zastúpenia sa z povahy veci zhoršuje s veľkosťou spoločností a primárne verejne obchodovaných akciových spoločností s profesionálnym manažmentom. Obecne je problém zastúpenia možné definovať ako situáciu, ktorá v najvšeobecnejšom zmysle vzniká vždy, keď sa jedna strana, označovaná ako "*principál*" (zmocniteľ), spolieha na konanie inej strany „*agent*“ (*zmocnenec*), ktoré ovplyvní blahobyt principála.¹⁰³ Problém spočíva v motivovaní agenta, aby konal v záujme principála, a nie vo vlastnom záujme. Tento ekonomický problém sa vyskytuje v širokej škále medziľudských vzťahov, ale jej najznámejšia aplikácia sa vzťahuje k vnútornému fungovaniu obchodných spoločností. Ako uvádza odborná literatúra, jedna z dvoch základných funkcií obchodného práva je kontrola a zmiernenie problému zastúpenia vznikajúceho v rámci obchodných spoločností, v podobe konfliktu záujmov medzi jednotlivými korporačnými konštituentmi, ako napr. kontrolujúcimi akcionármi a vrcholovými manažérmi (*tzv. insiders*) na jednej strane a menšinoví akcionári, veriteľmi alebo zamestnancami (*tzv. outsiders*), na strane druhej.¹⁰⁴ Paradigma problému zastúpenia medzi korporačnými konštituentmi v súčasnej dobe reprezentuje základy prístup k popisu obchodnej korporácie, jej fungovania a riešenia vnútorných problémov, avšak niektorí autori považujú túto teóriu za prekonanú, nakoľko podľa ich názoru ponúka triviálny a

¹⁰³ V rámci tejto práce budem ďalej používať termíny Agent / Principál namiesto ich ekvivalentov tj. Zmocniteľ/ Zmocnenec. Je to z dôvodu, že samotný problém zastúpenia môže vznikáť aj medzi subjektami medzi ktorými nie je žiadne zákonné alebo zmluvné zmocnenie (napr. vzťah majoritný/minoritný akcionár) z tohto dôvodu sa chcem vyhnúť zákonnej terminológii, ktorá môže vzbudzovať pocit zákonného/zmluvného zmocnenia medzi stranami a považujem ju v rámci popisu tohto vzťahu za nevhodnú/nepresnú.

¹⁰⁴ KRAAKMAN, R., ARMOUR, J., DAVIES, P., a kol., 2017 op. cit., s. 29.

redukovaný opis problémov korporácie, ignoruje najvýznamnejšie javy a ponúka skreslený obraz problémov, ktoré musí právo riešiť.¹⁰⁵

Základným aspektom problému zastúpenia je potenciálny oportunizmus agenta. Podstata problému spočíva v tom, že agent má zvyčajne z dôvodu informačnej asymetrie lepšie informácie o relevantných skutočnostiach ako princípál, a ten sa nemôže ľahko uistiť, že agentovo plnenie je presne také, ako bolo zjedané. Jediným prostriedkom, ktorý má princípál je nákladné monitorovanie plnenia agenta, ktoré však spôsobuje vysoké transakčné náklady a náklady zastúpenia (*agency costs*). Čím väčšia je zložitosť úloh, ktoré agent vykonáva a diskrečia, ktorá je agentovi zverená, tým budú náklady zastúpenia väčšie.¹⁰⁶ Preto je dôležité nastaviť v rámci akciovej spoločnosti vnútornú štruktúru a rozhodovacie procesy tak, aby nedochádzalo k oportunistickému chovaniu zo strany agenta (*manažment, majoritný akcionár*) ale aby zároveň neboli náklady zastúpenia na ich kontrolu príliš vysoké, čo by bolo z hľadiska fungovania spoločnosti neefektívne.

V rámci vnútorného fungovania akciovej spoločnosti dochádza prirodzene k vzniku troch problémov zastúpenia.¹⁰⁷ Prvým a v literatúre najviac diskutovaným je problém zastúpenia medzi akcionármi ako skupinou (*reziduálni vlastníci spoločnosti*) a manažmentom (*členovia volených orgánov*), ktorým je zverená rozhodovacia právomoc. Obdobný problém zastúpenia vzniká v rozhodovaní medzi kontrolnými akcionármi a minoritnými akcionármi. Posledný problém zastúpenia, ktorý sa vzhľadom na *ESG* politiky dostáva v posledných rokoch do popredia záujmu literatúry, vzniká medzi spoločnosťou a ostatnými zainteresovanými stranami tzv. *stakeholdermi* (*veritelia, zákazníci, zamestnanci*). Vo vzťahu k dopadom adopcie akcií s násobným hlasovacím právom na správu spoločnosti budem ďalej v tejto práci analyzovať problémy zastúpenia medzi akcionármi a manažmentom, a to na nasledujúcich stranách a akcionármi medzi sebou v kapitole 1.4.2.1.

b) Problém zastúpenia medzi akcionármi a manažmentom

Základným problémom zastúpenia v každej korporácii je vzťah medzi akcionármi ako reziduálnymi vlastníkmi spoločnosti a profesionálnym manažmentom. Pôvod tohto problému zastúpenia má korene v samotnej funkčnej štruktúre akciovej spoločnosti. Vlastníkmi spoločnosti sú akcionári, ktorí najviac profitujú z medzných ziskov a zároveň znášajú najväčšie medzné

¹⁰⁵ Viz napr. DENOZZA, F., STABILINI, A., *The theory of the corporation: An alternative approach Principles vs. Principals: The twilight of the agency problem, The Italian law journal* [online], 2017, roč. 2017, č. 2, pp. 511- 532, [Cit. 25.3.2024], dostupné z: DOI 10.23815/2421-2156.ITALJ, s. 512.

¹⁰⁶ ROSS, S., *The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem, American Economic Review*, [online], 1973, roč. 1973, č. 63, pp. 134-139, [Cit. 25.3.2024], s. 134.

¹⁰⁷ KRAAKMAN, R., ARMOUR, J., DAVIES, P., a kol., 2017 op. cit., s. 29.

náklady, a členovia riadiacich orgánov (*manažment*) tak majú voči nim povinnosť správy cudzieho (*ich*) majetku.¹⁰⁸ Akcionári sú však vo väčšine prípadov vzdialený od *day-to-day* fungovania spoločnosti, ktoré je z toho dôvodu delegované na profesionálny manažment, ktorý je funkční práve vďaka existencii nákladov zastúpenia a vzniknutej informačnej asymetrii, ktorá efektívne bráni akcionárom vykonávať správu spoločnosti.

Problém zastúpenia je však väčší, čím je viac principálov (*ako v kótovanej akciovej spoločnosti s roztrieštenou vlastníckou štruktúrou*), pretože je prítomných viac informačných a koordinačných nákladov, ktoré budú brániť ich schopnosti zapojiť sa do kolektívneho rozhodovania.¹⁰⁹ To vedie k delegovaniu väčšieho počtu rozhodnutí na agentov (*manažment*). Čím je akciová spoločnosť väčšia a jej vlastnícka štruktúra viac roztrieštená, je ťažšie zabezpečiť, aby agent robil "správne" rozhodnutia, kvôli zlej koordinácii medzi väčším počtom principálov (*akcionárov*). Inak povedané, **akciová spoločnosť s roztrieštenou vlastníckou štruktúrou, bez akcionára s väčšinou na valnej hromade, má vysoké koordinačné a informačné náklady v podobe nákladov na skutočné rozhodovanie medzi viacerými akcionármi (získavanie informácií, vytvorenie väčšiny na valnej hromade), čo prehľbuje problém zastúpenia medzi akcionármi a manažmentom, nakoľko sa oslabuje kontrola principálov nad agentom. Za náklady je v tomto prípade možné počítať aj samotné rozhodnutia, ktoré su v takejto konštelácii sub-optimálne, pretože mnohí predovšetkým minoritní akcionári su neinformovaní alebo konflikte záujmov.**¹¹⁰

Tu je treba upozorniť, že na tieto problémy zásadným spôsobom vplýva práve systém riadenia spoločnosti, ktorý spoločnosť adoptuje. Burkat a Lee na margo toho uvádzajú, že práve systém „*one share-one vote*“ tieto problémy prehľbuje, keďže zvyšuje náklady na zhromažďovanie hlasov a oslabuje vplyv menšinových akcionárov, čo môže odrádzať od aktívneho využívania akcionárskych práva a tvrdia, že: “*to síce zmierňuje problém zastúpenia medzi akcionármi, posilňuje to však zároveň aj postavenie manažérov, čím sa zhoršuje problém zastúpenia medzi manažérmi a akcionármi.*”¹¹¹ Na ďalších stranách popisujem ako môže adopcia akcií s násobným hlasovacím právom, a teda odklon od princípu „*one share-one vote*“ zmenšiť problém zastúpenia medzi akcionármi ako skupinou a manažmentom. Každá minca má však dve strany a ich adopcia môže viesť k prehĺbeniu problému zastúpenia medzi minoritnými a kontrolnými akcionármi, čomu sa bližšie venujem v kapitole 1.4.2.1.

¹⁰⁸ BERLE, A. A., MEANS, G. C., 1932, op. cit., s. 81.

¹⁰⁹ KRAAKMAN, R., ARMOUR, J., DAVIES, P., a kol., 2017 op. cit., s. 31.

¹¹⁰ *Ibidem*, s. 49.

¹¹¹ BURKART, M., LEE, S., 2007, op. cit., s. 40.

Úlohou obchodného práva je zabezpečiť aby manažéri reagovali na záujmy akcionárov namiesto sledovania ich vlastných záujmov tj. znížiť oportunistiku manažérov prostredníctvom mitigácie problému zastúpenia. Právo poskytuje celú radu nástrojov, ktoré môžu znížiť náklady zastúpenia a tým zmierniť samotný problém. Kraakman a kol. tieto nástroje delia na tzv. „*agent-obmedzujúce nástroje*“ (*agent-constraining*), ktoré stanovujú podmienky výkonu zmocnenia medzi agentom a princípálom a ktoré priamo obmedzujú konanie agenta a tzv. „*principál-posilňujúce*“ (*principal-empowering*), ktoré sa snažia uľahčiť dohľad princípála nad správaním agenta.¹¹² V rámci tejto práce budem ďalej analyzovať iba tzv. vymenovacie a rozhodovacie nástroje (*práva*) pre ich priamy súvis s rozoberanou problematikou.¹¹³

Najsilnejšími princípál-posilňujúcimi nástrojmi, ktorými môže zo strany akcionárov prísť k zníženiu nákladov zastúpenia sú vymenovacie práva, tj. právo menovať a odvolávať členov riadiacich orgánov a rozhodovacie práva, tj. rozhodovať na valnej hromade o najdôležitejších rozhodnutiach spoločnosti.

Základným vymenovacím nástrojom je právo menovať členov volených orgánov spoločnosti, ktorého účinnosť je znásobená ak má akcionár právo členov volených orgánov taktiež navrhovať.¹¹⁴ Vďaka tomuto právu majú akcionári možnosť ovplyvniť obsadenie volených pozícií v orgánoch spoločnosti a prostredníctvom vhodného personálneho obsadenia tak minimalizovať náklady zastúpenia. Ešte silnejším nástrojom pre minimalizáciu nákladov zastúpenia je právo odvolávať členov volených orgánov, čo mnohé jurisdikcie reflektujú a kogentne zakotvujú právo valnej hromady kedykoľvek odvolať člena voleného orgánu, a to bez ohľadu na dôvod a funkčné obdobie.¹¹⁵ Jedná sa o azda najsilnejšiu poistku v rámci problému zastúpenia medzi akcionármi a manažmentom, keďže v prípade akéhokoľvek problému v rámci zastúpenia, môže prísť k odstráneniu pôvodného agenta (*člena voleného orgánu*) a jeho nahradeniu vhodnejším agentom, ktorý bude lepšie zastupovať záujmy akcionárov.

Nemenej silným nástrojom je právo akcionárov rozhodovať o vymedzených otázkach na valnej hromade. Samotná pôsobnosť valnej hromady tj. vymedzenie oblastí v ktorých môžu akcionári rozhodovať, a tým pádom vstupovať do vedenia spoločnosti, ktoré je inak zverené profesionálnemu manažmentu, je naprieč jurisdikciami diametrálne odlišné. Pôsobnosť valnej

¹¹² KRAAKMAN, R., ARMOUR, J., DAVIES, P., a kol., 2017 op. cit., s. 31.

¹¹³ Pre podrobnú analýzu všetkých právnych nástrojov, ktoré je možné použiť na zníženie nákladov zastúpenia odkazujem na veľmi dobre spracovaný rozbor v knihe KRAAKMAN, R., ARMOUR, J., DAVIES, P., a kol., 2017 op. cit., s. 29-47.

¹¹⁴ KRAAKMAN, R., ARMOUR, J., DAVIES, P., a kol., 2017 op. cit., s. 53.

¹¹⁵ Napr. UK, Brazília, Francúzsko, Japonsko či Taliansko viz KRAAKMAN, R., ARMOUR, J., DAVIES, P., a kol., 2017 op. cit., s. 55., v prípade ČR viz § 421 odst. 2 písm. e) a f) ZOK.

hromady je v centre záujmu zákonodarcov aj akademikov, pretože ak sa majú predmetné pravidlá vzťahovať na celú množinu akciových spoločností (*bez ohľadu na akcionársku štruktúru*), je zložité dosiahnuť ekvilibrium v rámci vyváženej správy akciovej spoločnosti.¹¹⁶ Čím je pôsobnosť valnej hromady väčšia, tým viac dochádza k znižovaniu nákladov zastúpenia, nakoľko klesá neinformovanosť jednotlivých akcionárov o záležitostiach spoločnosti a manažment má menšiu možnosť ovplyvniť obchodné smerovanie spoločnosti. Obecne je možné tvrdiť, že jurisdikcie s tradičným výskytom roztrieštenej a pasívnej akcionárskej štruktúry (*USA*) podmieňujú súhlasom valnej hromade iba fundamentálnych kroky spoločnosti, ako zmena zakladateľského právneho jednanja alebo premena spoločnosti.¹¹⁷ Naopak európske jurisdikcie majú tendenciu vymedzovať pôsobnosť valnej hromady širšie, a to z dôvodu častého výskytu kontrolných akcionárov typických pre európske akciové právo.¹¹⁸ Predovšetkým spomeniem severské štáty s atypickým severským modelom správy spoločnosti (*Nordic corporate governance model*), ktorý sa vyznačuje nadštandardne silnou pozíciou akcionárov založenou na premise, že akcionári ako vlastníci spoločnosti, ktorí nesú ekonomické riziko by mali spravovať spoločnosť¹¹⁹ (*jedná sa o tzv. shareholders supremacy model*). Ako tvrdí Vicari: „*Kľúčové charakteristické znaky severskej správy riadenia spoločnosti je silná právomoc, ktorú má väčšina akcionárov, aby mohla účinne kontrolovať spoločnosť... Základnou filozofiou je, že akcionári by mali mať pod kontrolou spoločnosti. Predstavenstvo a manažment sa považujú za zástupcov akcionárov na riadenie spoločnosti počas obdobia ich mandátu pod prísnu zodpovednosťou akcionárom za výsledky svojej práce.*“¹²⁰

Cieľom týchto nástrojov je teda umožniť akcionárom znížiť náklady zastúpenia a efektívnejšie tak kontrolovať manažment spoločnosti, čo má znížiť riziko negatívnych dopadov problému zastúpenia tj. oportunistus manažmentu. Dôležité je však uviesť, že efektívnosť týchto nástrojov zásadným spôsobom ovplyvňuje akcionárska štruktúra spoločnosti. Tento jav najlepšie dokladajú rozhodnutia zákonodarcov o ich zákonnom zakotvení. Ako uvádzajú Kraakman a kol.: „*V štátoch kde sú akcionári s kontrolným vplyvom bežní, sú menovacie a rozhodovacie práva často relatívne silné, čo takýmto akcionárom umožňuje priamo ovplyvňovať manažment riadenie. Opačný extrém, kde je vlastníctvo akcií rozptýlené v rukách pasívnych, neinformovaných investorov, ako to bolo v USA počas väčšiny dvadsiateho storočia. storočia, sú menovacie a*

¹¹⁶ SLÁVIKOVÁ, L., 2021, op. cit., s. 17.

¹¹⁷ KRAAKMAN, R., ARMOUR, J., DAVIES, P., a kol., 2017 op. cit., s. 55.

¹¹⁸ VENTORUZZO, M., 2015. op. cit. s. 8 alebo KRAAKMAN, R., ARMOUR, J., DAVIES, P., a kol., 2017 op. cit., s. 49.

¹¹⁹ VICARI, A., 2021, op. cit. s. 86.

¹²⁰ VICARI, A., 2021, op. cit. s. 86.

rozhodovacie práva menej účinné a viac práce vykonávajú stimuly pre agentov v podobe vhodne kalibrovaných odmien pre manažerov a správcovskej úlohy nevykonných členov manažmentu, pri dohľade nad výkonnými manažmentu. ¹²¹

Tieto závery sú zásadné aj vo vzťahu k akciám s násobným hlasovacím právom. **Adopciu akcií s násobným hlasovacím právom považujem, pre určité typové situácie, za analogické k zmene vlastníckej štruktúry akciovej spoločnosti** pri ktorej nahrádzajú rozptýlené, unifikované portfólio akcionárov, akcionári s väčšími percentuálnymi podielmi na základnom podiele spoločnosti. Investori s veľkým podielom na základnom kapitále spoločnosti majú motiváciu maximalizovať hodnotu spoločnosti a schopnosť efektívne alokovať informácie a tým zabezpečiť účinný dohľad nad manažmentom.¹²² Pri adopcii akcií s násobným hlasovacím právom síce neprichádza k zmene vlastníckej štruktúry, keďže podiel na základom kapitále spoločnosti všetkých akcionárov ostáva nezmenený, výrazným spôsobom však stúpne hlasovacia sila držiteľov akcií s násobným hlasovacím právom na valnej hromade. Dopady sú teda rovnaké ako v prípade vstupu kontrolného akcionára do spoločnosti, a to, že akcionár získa posilnením hlasovacích práv väčšinu na valnej hromade (*resp. podiel blížiaci sa k väčšine, ktorý mu v prípade neúčasti minoritných akcionárov zabezpečí efektívnu väčšinu*). Samozrejme, táto modelová situácia predpokladá existenciu akcionárov s väčším percentuálnym podielom na základnom kapitále spoločnosti, ktorý väčšiu váhu hlasov dokáže samostatne pretaviť na väčšinu na valnej hromade (*resp. v koordinácii menšej skupiny akcionárov – zakladateľov alebo dlhodobých investorov*).

Zásadným faktorom sú v tomto prípade koordinačné a informačné náklady medzi akcionármi potrebné pre prijatie určitého rozhodnutia. V prípade spoločnosti s rozdrobenou akcionárskou štruktúrou s desiatkami či dokonca stovkami pasívnych akcionárov, ako je bežné pre verejne obchodované spoločnosti, je aj pri vedomosti o zlom manažmente spoločnosti, ťažké rýchlo a efektívne prijať rozhodnutie napr. o odvolaní členov riadiacich orgánov. Z tohto dôvodu je využiteľnosť týchto nástrojov pre takúto akciovú spoločnosť nízka priam až nulová. Toto tvrdenie podporujú aj Kraakman a kol., ktorí tvrdia, že: „Čím ľahšie sa akcionári informujú, medzi sebou koordinujú a prijímajú kolektívne rozhodnutia, ktoré maximalizujú ich kolektívny blahobyť, tým efektívnejšie menovanie a rozhodovacie práva budú kontrolovať náklady zastúpenia.“¹²³

¹²¹ KRAAKMAN, R., ARMOUR, J., DAVIES, P., a kol., 2017 op. cit., s. 49.

¹²² CLAESSENS, S., DJANKOV, S., FAN, J.P.H., LANG, L., *Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings*, *Journal of Finance* [online], 2002, roč. 2002, č. 57, pp. 2741-2771, [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <https://doi.org/10.1111/1540-6261.005>, s. 1.

¹²³ KRAAKMAN, R., ARMOUR, J., DAVIES, P., a kol., 2017 op. cit., s. 52.

V prípade adopcie akcií s násobným hlasovacím právom (ktoré posilnia hlasovaciu silu úzkej skupiny akcionárov) sa znižuje počet akcionárov, ktorí sa medzi sebou musia koordinovať pre prijatie určitého rozhodnutia, čím dochádza k zníženiu nákladov zastúpenia, zvýšenej kontrole manažmentu pri zverených úlohách a redukcii oportunitizmu členov riadiacich orgánov. Vydanie akcií s násobným hlasovacím právom tak môže mať pre spoločnosť pozitívny dopad prostredníctvom zníženia negatívnych dopadov problému zastúpenia medzi akcionármi a manažmentom.

Znižovanie nákladov zastúpenia medzi akcionármi a manažmentom spoločnosti, ktorý ako analyzujem vyššie, je priamym dôsledkom adopcie akcií s násobným hlasovacím právom, je podľa môjho názoru treba (aj s prihliadnutím na prehlbenie problému zastúpenia medzi majoritnými a minoritnými akcionármi ako vysvetľujem v kapitole 1.4.2.1, a teda aj na jeho negatívne dopady) komplexne považovať za pozitívny dôsledok pre spoločnosť. Toto tvrdenie uvádzam aj v kontexte súčasného vývoja správy a riadení akciových spoločností. Na rozdiel od hodnotového trendu, ktorý bol v správe a riadení akciových spoločností prevalentný po väčšinu 20. storočia tj. posilňovanie právomocí členov volených orgánov, ktorí preberali stále väčšiu rolu v riadení spoločností (z dôvodu nekompetentnosti a absentizmu akcionárov)¹²⁴ je možné na začiatku 21. storočia pozorovať trend presne opačný. Koncom minulého tisícročia sme mohli pozorovať (predovšetkým v reáliách USA) nárast negatívnych prejavov posilňovania právomocí členov volených orgánov akciových spoločností. Jednalo sa predovšetkým o rozsiahle zneužívanie právomocí vedúcich pracovníkov spoločností, ktoré sa prejavilo najmä finančnou krízou v roku 2008¹²⁵ a ako uvádza Denozza a Stabilini: „nárastom mimoriadne mocných manažérov schopných zničiť korporácie ako Lehman Brothers a AIG bez významnej právnej zodpovednosti - čo znamená, že moc, ktorú prevzali a vykonávali, bola legitímna a teda v súlade s právom.“¹²⁶ Príliš veľká kontrola v rukách členov volených orgánov môže byť taktiež škodlivá, pretože vedie k problému zakorenenia¹²⁷ (*entrenchment problem*) tj. situácie kedy manažéri využívajú svoje postavenie na konanie, ktoré je výhodné len pre nich samotných, a nie pre akcionárov. V nadväznosti na uvedené negatívne prejavy posilňovania moci členov volených orgánov a finančnú krízu z roku 2008 je evidentná snaha obmedzovať právomoci manažmentu a naopak posilňovať postavenie akcionárov

¹²⁴ COOLS, S., *The Dividing Line Between Shareholder Democracy and Board Autonomy: Inherent Conflicts of Interest as Normative Criterion*, *European Company and Financial Law Review* [online], 2014, roč. 2014, č. 2, pp. 258-296, [Cit. 25.4.2024], s. 261.

¹²⁵ DENOZZA, F., STABILINI, A, 2017, op.cit., s. 513. resp. v tuzemskej literatúre napr. SLÁVIKOVÁ, L., 2021, op. cit., s. 21.

¹²⁶ DENOZZA, F., STABILINI, A, 2017, op.cit., s. 513.

¹²⁷ ADAMS, R., FERREIRA, D., 2007, op. cit., s. 52.

a ich zapojenie do správy spoločnosti, a to predovšetkým vo vzťahu ku kótovaným spoločnostiam.¹²⁸ Najlepším príkladom tejto tendencie sú legislatívne akty na úrovni EÚ. Európska komisia vo svojej správe z roku 2003 podporila snahu posilniť ochranu akcionárov,¹²⁹ ktorá vyvrcholila prijatím Smernice o právach akcionárov I (2007) a Smernice o právach akcionárov II (2017), ktoré túto zvýšenú ochranu implementujú do praxe pre kótované spoločnosti. Posilňovanie právomocí akcionárov v USA bolo začiatkom 20. storočia síce menej výrazné ako na európskej pôde, no od finančnej krízy došlo aj v zámorí k hodnotovej zmene, a to predovšetkým prijatím zákona *Dodd-Frank Act* a odklonom spoločností od používania tzv. „stupňovitých predstavenstiev“ (*staggered board*) a pluralitného hlasovania pri voľbe členov orgánov.¹³⁰

Preto považujem dôsledky, ktoré sú vyvolané adopciou akcií s násobným hlasovacím právom vo vzťahu k správe a riadeniu spoločnosti, v súlade s aktuálnymi trendami akciového práva, a tými sú tendencia obmedzovať prílišnú moc členov volených orgánov a posilňovanie kontrolných a rozhodovacích právomocí akcionárov.

1.4.1.2. Podpora kvalifikovaného a efektívneho riadenia spoločnosti

Ako analyzujem v predchádzajúcej kapitole, vydanie akcií s násobným hlasovacím právom vedie k celkovému posilneniu pozície kontrolného akcionára v spoločnosti (*nie len k posilneniu hlasovacích práv*) čo môže potenciálne viesť k určitým negatívnym následkom, ktorým sa bližšie venujem v kapitole tejto 1.4.2.1. Avšak ako rozoberám na ďalších stranách, posilnenie pozície kontrolného akcionára v štruktúre spoločnosti môže viesť taktiež ku kvalifikovanejším rozhodnutiam spoločnosti, a to z dôvodu lepšej informovanosti kontrolného akcionára o zásadných skutočnostiach v riadení a podnikaní akciovej spoločnosti.

Zásadným aspektom tejto problematiky je tzv. racionálna apatia akcionárov (*free-riders problem*). Hlasovacie právo je primárne subjektívnym právom akcionára¹³¹ pomocou ktorého môže vytvárať vôľu akciovej spoločnosti prostredníctvom hlasovania na valnej hromade, a teda hlavný nástroj, ktorým akcionár naplňa právo zúčastňovať sa na riadení spoločnosti. Mnoho akcionárov toto právo prirodzene nevyužíva, a to predovšetkým vzhľadom na malý podiel na základnom kapitále a faktickú nemožnosť ovplyvniť hlasovanie zásadným spôsobom¹³² (*racionálna apatia sa tak vzťahuje primárne na minoritných akcionárov*). Ako však vysvetľujem

¹²⁸ SLÁVIKOVÁ, L., 2021, op. cit., s. 21.

¹²⁹ Európska komisia, 2003, op. cit., s. 8.

¹³⁰ COOLS, S., 2014, op. cit., s. 265.

¹³¹ Viz znenie §353 odst. 1 ZOK „akcionár je oprávnený účastniť sa valné hromady a hlasovať na ňu.“

¹³² JOSKOVÁ, L., Akciová spoločnosť, In: ČERNÁ, S., ŠTENGLOVÁ, I., PELIKÁNOVÁ, I. a kol., 2021, op. cit., s. 435.

v kapitole 1.4.1, absentizmom (*neúčastou na valnej hromade*) prichádza aj k erózii ďalších nemajetkových práv akcionára, ktoré sa uskutočňujú prostredníctvom valnej hromady tj. v českej právnej úprave napr. právo na vysvetlenie (§357 ZOK), právo podávať návrhy a protinavrhy (§ 361-364 ZOK) alebo právo dovolávať sa neplatnosti rozhodnutia valnej hromady (§ 428-429 ZOK) (*rovnaký obsah nemajetkových práv spájajú s akciami aj zahraničné právne úpravy*). Akcionár, ktorý svoje právo na účasť na valnej hromade pravidelne nevyužíva je teda neinformovaný o aktuálnej finančnej, personálnej alebo trhovej situácii spoločnosti. Práve informačná asymetria a pasivita takýchto akcionárov je v literatúre často používaná ako argument proti nadmernému posilňovaniu právomocí akcionárov na úkor volených orgánov.¹³³ Apatia minoritných akcionárov a následná dysfunkčnosť valnej hromady z dôvodu ich neúčasti, je znásobená v akciových spoločnostiach s rozptýlenou vlastníckou štruktúrou, ako je často prípad u kótovaných spoločností (*viz kapitola 1.4.1.1.b*). V prípade prijímania fundamentálnych rozhodnutí akcionármi, ktorí sú neinformovaní a nie sú schopní posúdiť všetky aspekty rozhodnutia a ich dopady na fungovanie spoločnosti, môžu byť výsledné rozhodnutia sub-optimálne a mať negatívny dopad na hodnotu spoločnosti alebo jej budúcu ekonomickú výkonnosť (*situáciu v takomto prípade zhoršuje široká pôsobnosť valnej hromady typická pre európske jurisdikcie viz kapitola 1.4.1.1.b*). Toto je zároveň aj negatívna stránka princípu „*one share-one vote*”, ktorý síce priznáva minoritným akcionárom rovnakú možnosť hlasovaním ovplyvniť prijaté rozhodnutia, a tým spravodlivo zohľadňuje ich kapitálový prínos do spoločnosti a vnesené ekonomického riziko (*viz kapitola 1.2.1*) ale z dôvodu častej informačnej asymetrie minoritných akcionárov a ich apatie, to nemusí byť pre spoločnosť ideálnym riešením.

Ďalším rizikom extrémnej podoby absentizmu je, že sa minoritným neinformovaným akcionárom podarí získať na valnej hromade efektívnu väčšinu a následné rozhodnutie bude determinované vlastnými záujmami a krátkodobou investičnou orientáciou (*short-termism*), ktorá môže byť pre spoločnosť škodlivá.¹³⁴ Ako uvádza Coolsová: „*Najmä inštitucionálni investori, ako sú hedgové fondy boli obvinení z nátlaku na rozhodnutia, ktoré sú z krátkodobého hľadiska ziskové. na úkor dlhodobej hodnoty.*“¹³⁵

Adopcia akcií s násobným hlasovacím právom v akciovej spoločnosti s roztrieštenou akcionárskou štruktúrou ma na spoločnosť rovnaký efekt ako *going-private* transakcia (*viz kapitola 1.4.1.1.b*), keďže sa hlasovacie práva potrebné na dosiahnutie väčšiny na valnej hromade koncentrujú v rukách kontrolného akcionára alebo malej skupiny akcionárov, ktorí majú na

¹³³ COOLS, S.,2014, op. cit., s. 286.

¹³⁴ *Ibidem*, s. 286.

¹³⁵ *Ibidem*, s. 286.

dosiahnutie rozhodnutia menšie alebo žiadne transakčné náklady. V prípade, že sa rozhodná väčšina koncentruje v rukách týchto akcionárov, ktorých ako vysvetľujem v kapitole 1.3.1 predstavujú väčšinou zakladatelia spoločností, ich rodinní príslušníci alebo dlhodobí investori, je možné predpokladať, že prijaté rozhodnutia budú spravené na základe lepších informácií a s ohľadom na dlhodobé záujmy spoločnosti. Ako spomínam v kapitole 1.3.2, majoritní akcionári spoločností, ktorí sa rozhodnú pre prijatie duálneho systému akcií, vo väčšine prípadov presadzujú investičnú stratégiu zameranú na dlhodobý rast hodnoty spoločnosti (*long-term managerial view*) a existuje teda menšie riziko, že prijaté rozhodnutie bude motivované orientáciou na krátkodobý zisk. Práve umožnenie zamerania na dlhodobú investičnú stratégiu uvádzajú mnohí autori ako jeden z hlavných benefitov duálnej akciovej štruktúry¹³⁶(*téme sa podrobne venujem ďalej v kapitole 1.4.1.3.*). Základnou myšlienkou je, že manažérsky prístup zameraná na dlhodobý rast spoločnosti je pre firmu výhodný z hľadiska prevádzkovej výkonnosti alebo zamedzenia vystaveniu investičnému riziku.¹³⁷

U akcionárov, ktorí držia akcie s násobným hlasovacím právom, je teda na mieste predpokladať, že majú väčší záujem na aktívnom riadení spoločnosti a kontrole členov volených orgánov spoločnosti z dôvodu významu ich investície, **a teda, že ich rozhodnutia budú obecné pre spoločnosť lepšie (na základe menšej informačnej asymetrie) ako rozhodnutia roztrieštenej akcionárskej štruktúry s apatickým postojom k riadeniu spoločnosti.** Toto tvrdenie dokladá aj Sláviková: „*Na akcie s násobným hlasovacím právom je možné tiež pozerat' ako na nástroj umožňujúci kvalifikovanejšie informované rozhodovanie....minoritní akcionári spravidla nevenujú toľko času a úsilia štúdiu podkladov pro rozhodovanie valnej hromady.*“¹³⁸

Pozornému čitateľovi by mohlo napadnúť, že vyššie uvedenými závermi popieram svoj názor prezentovaný v kapitole 1.2.1 a 1.4.1 o tom, že práve prelomenie princípu proporcionality môže viesť k racionálnej apatii akcionárov zúčastňovať sa hlasovacích procesov v spoločnosti, nakoľko im je odobratá rovnaká možnosť hlasovaním ovplyvniť prijaté rozhodnutia. Oba tieto názory však považujem za vzájomne udržateľné a neodporujúce si, a myslím si, že prelomenie princípu proporcionality môže byť súčasne dôvodom racionálnej apatie akcionárov a zároveň aj

¹³⁶ BELOT, F., GINGLINGER E., STARKS T. L., *Encouraging long-term shareholders: The effects of loyalty shares with double voting rights*, *Université Paris-Dauphine Research Paper* [online], 2022, [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=3475429> alebo GOSHEN, Z., HAMDANI, A., *Corporate control and idiosyncratic vision*, *Yale Law Journal* [online], 2013, roč. 2016, č. 125, pp. 560–617, 2016 dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=2228194> alebo COOLS, S., 2014, op. cit., s. 286.

¹³⁷ DE LA BRUSLERIE, H., 2023, op. cit., bod 35.

¹³⁸ SLÁVIKOVÁ, L., 2021, op. cit., s. 89.

„liekom“ na jeho vyriešenie. Závisieť to bude od špecifik danej spoločnosti a konkrétnej akcionárskej štruktúry, a preto pre porovnanie uvádzam nižšie dve modelové situácie.

Prvým modelom je spoločnosť, ktorej akcionárska štruktúra je konsolidovaná (*malý počet akcionárov*) bez prítomnosti kontrolných akcionárov a zároveň skutočné minoritných akcionárov (*s vlastníctvom v jednotkách % a menšom*) tj. jednotliví akcionári budú vlastniť akcie odpovedajúce približne rovnakému kapitálovému vkladu. Transakčné náklady na dosiahnutie rozhodnutia v takejto spoločnosti budú nízke. Adopcia akcií s násobným hlasovacím právom (*alebo iného CEMs*) a výrazné posilnenie hlasovacích práv určitých akcionárov, môže viesť k výraznému zhoršeniu racionálnej apatie ostatných akcionárov, pretože im odoberieme resp. výrazne znížime možnosť hlasovaním ovplyvniť prijaté rozhodnutia (*predpokladajme že adopcia akcií s násobným hlasovacím právom smeruje k dosiahnutiu väčšiny na valnej hromade*). Typicky sa môže jednať o menšie súkromné (*nekótované*) spoločnosti. V takomto prípade v podstate prelomením princípu proporcionality vytvárame problém racionálnej apatie.

Naopak, druhá modelová spoločnosť má roztriešтенú akcionársku štruktúru s prítomnosťou veľkého počtu uniformovaných, skutočne minoritných akcionárov (*v jednotkách resp. zlomkoch %*), ktorí sa aktívne nezapájajú do fungovania spoločnosti tj. racionálna apatia akcionárov už existuje. V prípade, že sa však v akcionárskej štruktúre nenachádza kontrolný akcionár resp. úzka kooperujúca skupina akcionárov, ktorí by boli schopní rýchlo a efektívne bez vysokých transakčných nákladov prijať rozhodnutie na valnej hromade je situácia diametrálne odlišná. V takomto modelovom prípade sú transakčné náklady na dosiahnutie rozhodnutia veľké a prípadné skordinovanie minoritných akcionárov môže byť sub-optimálne, pretože môže viesť k rozhodnutiu, ktoré je neinformované a môže mať negatívny dopad na spoločnosť. Rovnako v takomto modelovom prípade akcionárska štruktúra nie je schopná efektívne reagovať na pochybenia v štruktúre riadiacich orgánov, čo prehlbuje problém zastúpenia medzi akcionármi a manažmentom (*viz kapitola 1.4.1.1*) Ak však v takomto prípade spoločnosť pristúpi k adopcii akcií s násobným hlasovacím právom a posilní tak hlasovaciu silu určitých akcionárov, umožní im (*bez koordinácie veľkého počtu malých neinformovaných akcionárov*) prijať rozhodnutia na valnej hromade a ako vysvetľujem vyššie s existujúcim predpokladom, že sa bude jednať o lepšie rozhodnutia z dôvodu menšej informačnej asymetrie a aktívneho zapojenia týchto akcionárov do riadenia spoločnosti. Nejedná sa tak o „liek“ na racionálnu apatiu v pravom slova zmysle, pretože tá bude naďalej existovať a teoreticky môže prísť k jej prehĺbeniu, avšak adopcia akcií s násobným hlasovacím právom pomôže v takomto prípade prekonať jej negatívne dôsledky na spoločnosť (*dysfunkcia valnej hromady, neinformované a sub-optimálne rozhodovanie*).

1.4.1.3. Posilnenie orientácie na dlhodobé zhodnotenie spoločnosti (*long-termism*)

Priamy súvis so závermi predchádzajúcej kapitoly tj. že adopcia akcií s násobným hlasovacím právom môže viesť k lepším a informovanejším rozhodnutiam spoločnosti má aj ďalší dopad, ktorý rozoberám na ďalších stránkach, a to orientácia spoločnosti na dlhodobý rast a zisk. Posilnenie kontrolných akcionárov (*ako následok adopcie akcií s násobným hlasovacím právom*) môže spoločnosti pomôcť presadiť orientáciu na dlhodobé zhodnotenie spoločnosti (*long-termism*) a predísť tak investičným rozhodnutiam motivovaných rýchlym zhodnotením, ktoré môžu byť pre spoločnosť z dlhodobého hľadiska nevýhodné. Orientácia na dlhodobé zhodnotenie spoločnosti je v odbornej literatúre označovaná za jeden z hlavných pozitívnych dopadov adopcie duálnej štruktúry akcií.¹³⁹

Jeden z ústredných aspektov tejto problematiky je orientácia niektorých investorov (*akcionárov*) na krátkodobý investičný horizont a rýchle zhodnotenie investície do spoločnosti (*tzv. short-termism*). Takýto investori majú následne tendenciu ovplyvňovať manažment spoločnosti smerom k adopcii krátkozrakých rozhodnutí s potenciálne negatívnym dlhodobým dopadom na spoločnosť.¹⁴⁰ Jedná sa predovšetkým o inštitucionálnych investorov ako sú hedgevé fondy.¹⁴¹ Riziko adopcie *short-termismu* však existuje aj na strane manažmentu a môže spočívať v snahe preukázať vysoké krátkodobé výnosy s cieľom zatriktívniť spoločnosť pre nových investorov a trhy.¹⁴²

Ako uvádza Jensen, prevládajúca ekonomická teória tvrdí, že manažment „*by mal robiť všetky rozhodnutia tak, aby zvýšili celkovú dlhodobú trhovú hodnotu spoločnosti.*“¹⁴³ Jensen argumentuje, že keď spoločnosť maximalizuje svoj zisk a hodnotu v dlhodobom horizonte, tak sa tým maximalizuje aj sociálny blahobyt.¹⁴⁴ (*Pre úplnosť uvádzam, že časť literatúry túto teóriu maximalizácie zisku rozporuje a tvrdí, že zisk spoločnosti by nemal byť jediný faktor, ktorý ovplyvňuje rozhodnutia spoločnosti, ale že manažment by mal brať pri rozhodovaní do úvahy aj iné faktory ako dopad na životné prostredie, sociálnu zodpovednosť atď.*)¹⁴⁵ V prípade, že spoločnosť preferuje rozhodnutia zamerané na krátkodobý zisk, tak to môže viesť k negatívnym

¹³⁹ DE LA BRUSLERIE, H., 2023, op. cit., bod 35.

¹⁴⁰ BELOT F., GINGLINGER E., STARKS T. L., 2022, op. cit., s. 3.

¹⁴¹ COOLS, S., op. cit., s. 286.

¹⁴² NARAYANAN, M.P., *Managerial Incentives for Short-term Results. The Journal of Finance* [online], 1985, roč. 1985, č. 40, pp. 1469-1484 [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <https://doi.org/10.2307/2328125>, s. 1469.

¹⁴³ JENSEN, M. C., 2001, op. cit., s. 236.

¹⁴⁴ *Ibidem*, s. 236.

¹⁴⁵ Na bližšie pojednanie o teoretickom strete tzv. *value maximalization theory* a tzv. *stakeholder theory* odkazujem práve na pojednanie JENSEN, M. C., 2001, op.cit.

dlhodobým dopadom na hodnotu a výkonnosť spoločnosti, a to napr. z dôvodu zníženia tempa inovácií (*vývoj často vyžaduje nákladné a dlhodobé financovanie*), podfinancovania R/D, zníženia zamestnaneckých benefitov a pod. Všetky tieto kategórie totiž nie sú z krátkodobého hľadiska návratné ale v dlhodobom horizonte môžu mať zásadný vplyv na hodnotu spoločnosti.

Ako uvádzam v kapitole 1.3.1, akcionári držiaci akcie s násobným hlasovacím právom sú väčšinou zakladatelia spoločností alebo dlhodobí investori. Obe tieto skupiny majú motiváciu presadzovať dlhodobý a udržateľný rast spoločnosti a neuchyľovať sa ku krátkodobým a zároveň často krátkozrakým výnosom. Belot a kol. vo svojej štúdií dokazujú, že mechanizmy, ktoré podporujú koncentrovanú kontrolu môžu mať pozitívny dopad na dlhodobé investičné stratégie a hodnotu spoločnosti.¹⁴⁶ V prípade, že je spoločnosť kontrolovaná malým počtom dlhodobých investorov, môžeme hovoriť o istej „ochrannej ruke“ ktorú držia nad manažmentom pri adopcii dlhodobých projektov. Dlhodobé projekty v mnohých prípadoch neprinášajú okamžité zisky a je ich treba implementovať postupne. Manažment sa tak nemusí obávať prípadnej krátkodobej fluktuácie v cene akcií a poklesu zisku, ktoré by teoreticky mohli spôsobiť ich odvolanie akcionármi s krátkodobým investičným horizontom. Tento aspekt, môže byť zásadný predovšetkým u technologických spoločností, ktorých obchodný model je založený na častých inováciách. V týchto spoločnostiach je fundamentálne nastaviť dlhodobú víziu s rozsiahlymi investíciami do vývoja, ktorých efekt sa môže prejaviť až v dlhodobom horizonte (*tento predpoklad by zároveň potvrdzoval závery z kapitoly 1.3.2, že technologické spoločnosti najčastejšie adoptujú CEMs*). Zahraničná literatúra, ktorá tvrdí, že duálne štruktúry akcií pomáhajú zmierniť problém investičnej krátkozrakosti a podporiť dlhodobé inovačné projekty, je pomerne rozsiahla. Baran a kol. zistili, že kontrola spoločnosti zakladateľmi a dlhodobými investormi (*insidermi*) zlepšuje patentovú produkciu, kvalitu, kreativitu a efektívne využívanie R&D.¹⁴⁷ Rovnako Ciao a kol. spájajú s duálnym systémom akcií zvýšenú ochranu kontrolných akcionárov nad manažmentom a následný inovačný účinok.¹⁴⁸ Belot a kol. ďalej zistili, že spoločnosti, ktoré adoptovali duálny systém akcií, a to najmä v technologickom odvetví, následne významne zvýšili svoje výdaje do R&D,¹⁴⁹ čo potvrdzuje vyššie uvedené predpoklady o orientácii týchto spoločností na dlhodobý rast.

¹⁴⁶ BELOT, F., GINGLINGER E., STARKS T. L., 2022, op. cit., s. 3.

¹⁴⁷ BARAN, L., FORST, A., TONY VIA, M., *Dual-class share structure and innovation. Journal of Financial Research* [online], 2023, roč. 2023, č. 46, pp. 169–202, [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=3183517>.

¹⁴⁸ CAO, X., LENG, T., GOH, J. C., MALATESTA, P, 2020, op. cit.

¹⁴⁹ BELOT F., GINGLINGER E., STARKS T. L., 2022, op. cit., s. 8.

Ďalšou potenciálnou výhodou adopcie akcií s násobným hlasovacím právom, je možnosť presadenia špecifickej dlhodobej vízie zakladateľa spoločnosti o jej smerovaní. Touto teóriou sa vo svojej práci zaoberajú Goshen a Hamdani, ktorí kritizujú prevládajúci akademický názor, že koncentrácia vlastníctva v rukách kontrolného akcionára resp. zakladateľa je negatívna a vedie výhradne k oportunistickému chovaniu a extrakcii súkromných výhod.¹⁵⁰ Podľa ich záverov, umožňuje kontrola spoločnosti zakladateľom presadiť ich špecifickú podnikateľskú víziu, ktorá povedie k dlhodobému zhodnoteniu spoločnosti. Kontrola tak chráni zakladateľa pred pochybnosťami investorov, ktorí neveria dlhodobému projektu a preferovali by iné, krátkodobé zhodnotenie. Kontrola je v tomto prípade mimoriadne cenná, pretože dlhodobá vízia je časovo náročná na implementáciu a vyžaduje zložité rozhodnutia, ktoré bez potrebnej kontroly samotného zakladateľa, nie je možné presadiť.¹⁵¹ V prípade, že by zakladateľ nedisponoval kontrolou a nedokázal by včas dodať výsledky svojej vízie, bolo by mimoriadne ťažké investorov presvedčiť, aby v tejto fáze pokračovali v spoločnosti.¹⁵² Ako uvádzajú v štúdiu: „*Idiosynkratická vízia podnikateľa bude často obsahovať prvky, ktoré externé osoby, vrátane menšinových akcionárov spoločnosti, nemôžu pozorovať alebo overovať. Dôvodom môže byť skutočnosť, že zdieľanie informácií s externými subjektmi by zničilo ich hodnotu (napr. konkurenti by mohli túto myšlienku skopírovať) alebo jednoducho preto, že by sa podnikateľ nemôže externým subjektom predložiť nič viac než svoje silné presvedčenie o hodnote svojho nápadu.*“¹⁵³ Goshen a Hamdani veria, že presadenie dlhodobej vízie zakladateľa vytvára hodnotu pre kontrolných aj pre menšinových akcionárov a zakladatelia majú kontrolný balík skôr preto, aby zväčšili celkovú hodnotu, ktorá sa rozdelí pomerne medzi všetkých investorov, a nie aby presadzovali rozhodnutia, ktoré ich zvýhodnia (*spotrebovali súkromné výhody*).¹⁵⁴ Podľa štúdie Cremersa a kol. je hodnota spoločností s duálnym systémom akcií pri IPO v priemere vyššia ako pri bežných spoločnostiach a dodávajú, že tieto hodnoty môžu mať súvis s existenciou špecifickej vízie zakladateľa a jeho schopnosťami.¹⁵⁵

Výhody adopcie dlhodobého investičného plánu a špecifickej obchodnej vízie zakladateľa, ktoré je možné presadiť iba v prípade jeho kontroly nad spoločnosťou (*ktorú je možné dosiahnuť práve adopciou akcií s násobným hlasovacím právom*) najlepšie ilustruje príbeh Henryho Forda.

¹⁵⁰ GOSHEN, Z., HAMDANI, A., 2013, op. cit., s. 571.

¹⁵¹ *Ibidem*, s. 565.

¹⁵² *Ibidem*, s. 565.

¹⁵³ *Ibidem*, s. 579.

¹⁵⁴ *Ibidem*, s. 565.

¹⁵⁵ CREMERS, K., MARTIN, J., LAUTERBACH, B., PAJUSTE, A., *The Life-Cycle of Dual Class Firm Valuation* EÚropean Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance Working Paper [online], 2017, roč. 2018, č. 550, [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=3062895>.

Henry Ford na začiatku 20. storočia súperil s desiatkami spoločnosťami o vytvorenie prvého automobilu. Ford však nebol vynálezcom a ani nemal žiadne intelektuálne vlastníctvo v nových technológiách, ktoré by umožnili skonštruovanie automobilu. Ford mal však špecifickú víziu ako vyrábať automobil a zároveň bol tvrdohlavo presvedčený o jej správnosti. Preferoval perfektný dizajn a bezchybné skonštruovanie ešte pred spustením výroby, zatiaľ čo investori požadovali rýchle spustenie výroby a predaja (*s následným vychytním prípadných nedokonalostí*) z dôvodu unikajúcich krátkodobých ziskov.¹⁵⁶ Prvé dve spoločnosti, ktoré Ford založil, boli z dôvodu potreby kapitálu kontrolované externými investormi a Fordova vízia o výrobe a dlhodobý investičný plán v oboch spoločnostiach narazili na krátkodobo orientovaných investorov a odmietnutie jeho plánov.¹⁵⁷ Vo výsledku toto napätie spôsobilo krach prvej spoločnosti a v druhej spoločnosti bol odvolaný z jej vedenia, avšak na tretí pokus založil spoločnosť *Ford Motor Company* a trval na ponechaní kontrolného balíku akcií, ktoré mu umožnia naplniť jeho víziu bez zásahov investorov.¹⁵⁸ Tento krát bez externých investorov Ford úspešne implementoval svoj dlhodobý plán designu a manufaktúry automobilov a vytvoril tak jeden z najväčších podnikateľských úspechov všetkých čias.¹⁵⁹

1.4.1.4. Ochrana pred nepriateľským prevzatím a podpora kótovania

Ako uvádza Sláviková, *CEMs* vrátane akcií s násobným hlasovacím právom, sú predmetom skúmania ekonómov, a to predovšetkým vo vzťahu k obrane proti prevzatiam.¹⁶⁰ Zahraničná literatúra sa taktiež zhoduje na tom, že akcie s násobným hlasovacím právom je možné považovať sa významný nástroj používaný proti možnému prevzatiu spoločnosti¹⁶¹ resp. ako ochrana proti nepriateľskému prevzatiu, keďže umožňuje kontrolnému akcionárovi ponechať si neobmedzenú a nespochybniteľnú kontrolu nad spoločnosťou, a to aj v prípade odpredaja podstatnej majetkovej účasti v spoločnosti.¹⁶² Táto problematika sa dostala do centra záujmu zákonodarcov a literatúry v posledných desaťročiach minulého storočia, a to v nadväznosti na radu nepriateľských prevzatí v USA počiatkom 70. rokov a následnú vlnu nepriateľských prevzatí

¹⁵⁶ HENDERSON, M.T., *The Story of Dodge v. Ford Motor Company: Everything Old Is New Again*, *U of Chicago Law & Economics, Olin Working Paper* [online], 2007, roč. 2007, č. 373, [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=1070284>, s. 3.

¹⁵⁷ HENDERSON, M., T., 2007, op. cit., s. 5.

¹⁵⁸ HENDERSON, M., T., 2007, op. cit. s. 9.

¹⁵⁹ GOSHEN, Z., HAMDANI, A., 2013, op. cit., s. 567.

¹⁶⁰ SLÁVIKOVÁ, L., 2021, op. cit., s. 81.

¹⁶¹ DE LA BRUSLERIE, H., 2023, op. cit., bod 5.

¹⁶² GOSHEN, Z., HAMDANI, A., 2013, op. cit., s. 563.

v Európe.¹⁶³ Silnú previazanosť medzi akciami s násobným hlasovacím právom (*a inými CEMs*) a nepriateľskými prevzatiami dokumentujú aj tvrdenia niektorých autorov, že práve vlna fúzií a akvizícií a strach z nepriateľských prevzatí v 80. rokoch minulého storočia, dopomohla k návratu týchto nástrojov v USA, kde boli od 40. rokov minulého storočia z dôvodu striktného príklonu búrz NYSE a AMEX k princípu proporcionality¹⁶⁴ takmer neexistujúce.¹⁶⁵

Nepriateľské prevzatie sa uskutočňuje v podmienkach verejne obchodovaných spoločností, a to skúpením kontrolného balíku akcií preberajúcou spoločnosťou, ktorý zaistí väčšinu na valnej hromade, napriek nesúhlasu cieľovej spoločnosti. Preberajúca spoločnosť sa nazýva aj nájazdník (*corporate raider*). Napriek tomu, že nepriateľské prebratie môže byť pre spoločnosť z dlhodobého hľadiska výhodné (*v prípade neefektívneho riadenia spoločnosti viz kapitola 1.2*) nie je možné vylúčiť ani jeho negatívne dopady na spoločnosť. Samotné nepriateľské prevzatie môže byť motivované nadmerným sebavedomím manažmentu preberajúcej spoločnosti alebo snahou o vybudovanie silného impéria, čo môže viesť k zníženiu hodnoty spoločnosti.¹⁶⁶

Cieľové spoločnosti sa vo väčšine prípadov snažia využiť všetky dostupné nástroje proti prevzatiu. Najaktívnejším v tejto snahe býva väčšinou manažment, ktorý je z povahy vecí prevzatím najviac ohrozený. Nástrojov obrany proti nepriateľskému prevzatiu je veľké množstvo a nie je cieľom tejto práce ich komplexne analyzovať. Vo vzťahu k ochrane pred nepriateľským prevzatím je však dôležité poukázať na to, že adopcia väčšiny týchto nástrojov je pre spoločnosť nebezpečná a môže viesť k poškodeniu akcionárov a v najhoršom scenári až k bankrotu spoločnosti.¹⁶⁷ Jedným z najefektívnejších (*a najškodlivejších*) nástrojov je tzv. *Poison Pill*¹⁶⁸ tj. emisia nového balíku akcií, ktoré môžu kúpiť iba pôvodní akcionári spoločnosti, čoho následkom je zníženie pomeru skúpených akcií preberajúcou spoločnosťou a zvýšenie nákladov na ovládnutie spoločnosti.¹⁶⁹ Obdobne škodlivými nástrojmi sú tzv. *Suicied pill* tj. enormné zadlženie spoločnosti, ktoré môže ohroziť jej existenciu, tzv. *Crow jewel* tj. predaj najcennejších aktív

¹⁶³ VICARI, A., 2021, op. cit. s. 282.

¹⁶⁴ Ako uvádza napr. ČERNÁ, S., 2012, op. cit., s. 195: „NYSE a zvlášt' SEC se stavěly již od dvacátých let minulého století zhruba do osmdesátých let k možnosti disbalance hlasovacích práv a kapitálového podílu ve společnosti odmítavě (viz SEC rule 19c-4 obsahující princip „jedna akcie, jeden hlas“). V 80. letech byly jako součást obranných opatření proti nepřátelským nabídkám převzetí vydávány hlasovací akcie zejména pro manažery společnosti. Pod tlakem konkurenčních akciových trhů (Nasdaq, AMEX) a zejména na základě rozhodnutí amerického apelačního soudu, podle něhož zákaz kótovat v USA společnosti s akciemi vylučujícími, omezujícími či diferencujícími hlasovací práva není v pravomoci SEC, neboť úprava hlasovacích práv je vnitřní záležitostí jednotlivých států, nikoli záležitostí federální, se pravidlo proporcionality výrazně oslabilo“.

¹⁶⁵ VENTORUZZO, M., 2015, op. cit. s. 4.

¹⁶⁶ M., LEE, S., 2007, op. cit., s. 28.

¹⁶⁷ VICARI, A., 2021, op. cit. s. 282.

¹⁶⁸ SAIRA., A., *Review and Comparison of Takeover Defenses in the U.S. and U.K.*, 2010, [25.3.2024], dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=1631432>, s. 3.

¹⁶⁹ SAIRA. A, 2010, op. cit., s. 2.

spoločnosti alebo odsúhlasenie vysokých odmien členov volených orgánov v prípade ich odvolania pred skončením funkčného obdobia známe ako zlatý padák (*všetky tieto nástroje znižujú atraktivitu akvizície a zvyšujú jej náklady*). Samotná adopcia týchto mechanizmov je prejavom zakorenenia manažmentu a využívajú ich na svoju ochranu pred prebratím, ktoré by ich mohlo ohroziť.¹⁷⁰

Negatívne dopady na spoločnosť môže mať aj hrozba nepriateľského prevzatia tj. situácia, kedy absentuje kontrolný akcionár s väčšinovým balíkom akcií a hrozba nepriateľského prevzatia je tak vždy prítomná. Ako uvádza Burkart a Lee, hrozba nepriateľského prevzatia môže odrážať spoločnosť od investícií do ľudského kapitálu, ktorý sa po prebratí stane nadbytočným, kľúčový zamestnanci sa zdráhajú spájať svoj osud so spoločnosťou a uprednostňujú rozvoj všeobecnejších zručností, ktoré zvyšujú ich hodnotu na trhu práce a investori sa uchylujú, pod hrozbou prevzatia, ku krátkodobej investičnej stratégii a obetujú dlhodobý rozvoj spoločnosti napr. utlmením investícií do R&D.¹⁷¹ (*Hrozba nepriateľského prevzatia tak môže vyvolávať presne opačný efekt ako posilnenie hlasovacej sily kontrolného akcionára a následná orientácia spoločnosti na dlhodobý rast, analyzovaný v predchádzajúcej kapitole*).

Spoločnosť sa pod hrozbu nepriateľského prevzatia dostane iba za predpokladu, že sa rozhodne vstúpiť na burzu a verejne obchodovať svoje akcie. Dôvodom tohto rozhodnutia býva ľahší prístup na kapitálové trhy kvôli získaniu dodatočného financovania. Verejným obchodovaním akcií dochádza často k premene akcionárskej štruktúry spoločnosti a k vzniku veľkého počtu uniformovaných minoritných akcionárov. Práve vznik roztrieštenej akcionárskej štruktúry môže viesť kontrolného akcionára k predaju nadpolovičnej časti akcií spoločnosti, nakoľko k efektívnemu rozhodovaniu mu vo väčšine prípadov postačí držať podstatne menej ako 51% akcií. Dané to je pravidlami rozhodovania na valnej hromade napr. v prípade ČR sa jedná o §415 ZOK, ktorý stanovuje, že: „*valná hromada rozhoduje väčšinou hlasov prítomných akcionárov*“ a racionálnou apatiou minoritných akcionárov v roztrieštenej akcionárskej štruktúre (*viac k tomu v kapitole 1.4.1.2*), ktorí svojím abstenizmom znižujú efektívnu väčšinu na valnej hromade. Tento fenomén umožňuje kontrolnému akcionárovi získať väčšie financovanie predajom majetkovej účasti, ktorá odpovedá väčšine na základnom kapitále spoločnosti. Práve tento krok však spoločnosť môže vystaviť hrozbe nepriateľského prevzatia. Často krát sa však môže jednať o najvýhodnejšiu a možno aj jediná formu získania financovania. Ak je spoločnosť závislá na cudzom kapitáli, môže získať finančné prostriedky len dodatočnou emisiou akcií alebo ich

¹⁷⁰ ADAMS, R., FERREIRA, D., 2007, op. cit., s. 69.

¹⁷¹ BURKART, M., LEE, S., 2007, op. cit., s. 29.

predajom, čo však oslabuje kontrolu kontrolných akcionárov. Toto riziko straty kontroly tak podľa Burkarta a Leeho môže odradiť spoločnosti od kótovania a zisku dodatočného kapitálu, čo sa následne prejaví v zastavení investičných krokov spoločnosti, ktoré môžu byť kľúčové pre jej dlhodobý rast.¹⁷² Podnikatelia, ktorí si cenia kontrolu, tak vstúpia na akciový trh len vtedy, ak im je poskytnutá určitá ochrana proti nepriateľskému prevzatiu alebo ak si môžu vybrať vlastnú štruktúru, ktorá zaručuje malé zasahovanie vonkajších investorov.¹⁷³ Práve adopcia akcií s násobným hlasovacím právom a vytvorenie duálnej štruktúry akcií im umožní zbaviť sa rizika nepriateľského prevzatia a získať tak potrebné financovanie bez rizika straty kontroly nad spoločnosťou.¹⁷⁴ Z tohto dôvodu mnoho spoločností adoptuje pred *IPO* opatrenia proti potenciálnemu nepriateľskému prevzatiu (*typicky CEMs*) vrátane adopcie akcií s násobným hlasovacím právom.¹⁷⁵ Toto môže byť významný faktor predovšetkým pre menšie a stredné spoločnosti.

Adopcia akcií s násobným hlasovacím právom tak robí vstup na burzu pre menšie spoločnosti atraktívnejším, nakoľko umožňuje kombinovať výhody získavania financovania na kapitálových trhoch so zachovaním kontroly nad spoločnosťou.¹⁷⁶ Prípadný vyšší podiel kótovania spoločností, môže mať pozitívny vplyv aj na ekonomiku ako tvrdí Ventrizzo: „*Niektorí autori tak dospeli k záveru, že schopnosť vydávať akcie s násobným hlasovacím právom (a iné CEMs) môže mať pozitívny vplyv na konkurencieschopnosť akciových trhov pri prilákaní a udržaní emitentov, a preto podporuje rozvoj finančných zdrojov, ktoré sú obzvlášť dôležité v období finančných kríz*“.¹⁷⁷ Ak by teda neboli duálne štruktúry akcií povolené, neznamenalo by to automaticky, že by sa spoločnosti rozhodli vstúpiť na burzu so štandardným systémom „*one share-one vote*“ ale mohlo by to potenciálne znamenať, že by sa tieto spoločnosti rozhodli zostať súkromnými spoločnosťami a úplne sa vyhnúť vstupu na burzu, a to z dôvodu rizika straty kontroly nad spoločnosťou.¹⁷⁸ Práve tieto závery v súčasnej dobe vedú Európsku komisiu k návrhu harmonizácii, ktorá má zabezpečiť pre všetky malé a stredné spoločnosti (*SMEs*) v EÚ možnosť adoptovať akcie s násobným hlasovacím právom pri vstupe na kapitálové trhy. Podrobne návrh smernice analyzujem v kapitole 3.1.2.

¹⁷² BURKART, M., LEE, S., 2007, op. cit., s. 29.

¹⁷³ PAGANO, M., RÖELL A., *The Choice of Ownership Structure: Agency Costs, Monitoring, and the Decision to Go Public*, *Quarterly Journal of Economics* [online], 1998, roč. 1998, č. 113, pp. 187-225, [Cit. 25.3.2024].

¹⁷⁴ BURKART, M., LEE, S., 2007, op. cit., s. 32.

¹⁷⁵ *Ibidem*, s. 32.

¹⁷⁶ VENTORUZZO, M., 2015. op. cit., s. 10.

¹⁷⁷ *Ibidem*, s. 12,

¹⁷⁸ FERRARINI, G., *One Share – One Vote: A European Rule?*, *ECGI Law Working Paper* [online], 2006, roč. 2006, č. 58, [online], dostupné z: <https://ecgi.global/working-paper/one-share-one-vote-European-rule>, s. 13.

Výhodu akcií s násobným hlasovacím právom vo vzťahu k ochrane pred nepriateľským prevzatím treba vnímať aj v kontexte záverov z kapitol 1.4.1.2 a 1.4.1.3. V prípade, že spoločnosť chce posilniť postavenie kontrolného akcionára z dôvodu informovanejšieho rozhodovania a adopcie špecifickej dlhodobej investičnej vízie a následne vstúpiť na akciové trhy, jedná sa o zložité rozhodnutie a voľbu medzi získaním veľkosti financovania a potenciálnou stratou kontroly. Akcie s násobným hlasovacím právom môžu ochrániť spoločnosť pred nepriateľským prevzatím a zabezpečiť tak adopciu dlhodobej investičnej stratégie bez prípadnej bitky o moc vo vnútri spoločnosti a následného prijatia krátkodobých investičných cieľov. Rovnako spoločnosť predíde potenciálnemu riziku, ktoré je spojené s adopciou mechanizmov, ktoré manažment cieľovej spoločnosti zvykne uplatňovať ako obranu pred prebratím. Adopcia akcií s násobným hlasovacím právom takisto podporuje kótovanie spoločností na kapitálových trhoch, nakoľko predovšetkým veľké množstvo *SMEs* sa bojí vstupu na kapitálový trh, z dôvodu rizika straty kontroly nad spoločnosťou. Podpora kótovania *SMEs* je dôležitá aj z ekonomickej perspektívy, čo dosvedčuje aj Európska komisia, ktorá považuje podporu kapitálových trhov EÚ a teda naštartovanie ekonomiky eurozóny, za hlavný dôvod zavedenie smernice, ktorá umožní *SMEs* adoptovať akcie s násobným hlasovacím právom (viz 3.1.2). Akcie s násobným hlasovacím právom teda z ekonomického hľadiska môžu mať pozitívne makroekonomické dopady, a to z dôvodu podpory kótovania *SMEs*.

Ochranu pred nepriateľským prevzatím, ktorú akcie s násobným hlasovacím právom zabezpečujú, netreba nekriticky chváliť, nakoľko prevzatie môže mať na spoločnosť aj pozitívne účinky. Vo vzťahu k pozitívnym následkom nepriateľského prevzatia pripomínam závery Grossmana a Harta z kapitoly 1.2, že vydanie akcií s násobným hlasovacím právom v snahe zabrániť nepriateľskému prevzatiu nemusí byť spoločensky ideálne, nakoľko takéto ujednanie zabráni prevzatiu spoločností, ktoré sú riadené neefektívne a ktoré by potenciálnym prevzatím schopnými manažérmi zvýšili svoju hodnotu. Za žiadané a pre trh pozitívne považuje nepriateľské prevzatie aj zákonodarca v USA, čo sa historicky odrážalo na liberálnej úprave nepriateľských prevzatí a absencii zákazu používania rizikových nástrojov aplikovaných pri pokuse o nepriateľské prevzatie.¹⁷⁹ Táto liberálna úprava sa mimo iného prejavuje aj tak, že na rozdiel od EÚ kde sú rozhodovacie právomoci v procese prebratia zverené do rúk akcionárov,¹⁸⁰ majú v USA hlavné slovo pri aplikácii obrany pred nepriateľským prevzatím členovia štatutárnych orgánov. V reáliách amerických akciových spoločností je teda v prípade pokusu o nepriateľské prevzatie

¹⁷⁹ VICARI, A., 2021, op. cit., s. 283.

¹⁸⁰ VICARI, A., 2021, op. cit., s. 283.

rozhodnutie o budúcnosti spoločnosti vložené do rúk štatutárnych orgánov a nie akcionárov (*ako reziduálnych vlastníkov spoločnosti*).

Vo vzťahu k prebratiu spoločnosti a akciám s násobným hlasovacím právom by som na tomto mieste ešte rád upozornil na európsku úpravu ponúk na prevzatie, a to konkrétne tzv. pravidlo prielomu (*break-through rule*) obsiahnuté v čl. 11 Smernice o ponukách na prevzatie. V prípade ponuky na prevzatie môže spoločnosť uplatniť čl. 11, ktorý pozastavuje všetky dopady *CEMs* a konkrétne odst. 3 stanovuje, že: „*Každý cenný papier s viacnásobnými hlasovacími právami má na valnom zhromaždení akcionárov, ktoré rozhoduje o všetkých obranných opatreniach v súlade s článkom 9, iba jeden hlas.*“¹⁸¹ V kontexte čl. 12 Smernice o ponukách na prevzatie, ktoré obsahuje *opt-out* pravidlo pre členské štáty a *opt-in* pre spoločnosti, je však nutné hovoriť o relativizácii tohto pravidla. Jednalo sa o výsledok značnej kritiky tohto ustanovenia a nátlaku mnohých zainteresovaných strán ako podrobne vo svojej práci popisuje Ferrarini a uvádza, že v dôsledku tohto kompromisu bude mať toto pravidlo na procesy prevzatia zanedbateľný vplyv.¹⁸² Pre úplnosť uvádzam, že pravidlo prielomu bolo do českého právneho systému transponované v podobe *opt-in* systému pre spoločnosti v § 32 Zákona č. 104/2008 Sb., o nabídkách prevzetí a o zmene některých dalších zákonů.

1.4.2. Zhoršenie postavenia minoritných akcionárov

1.4.2.1. Prehlbenie problému zastúpenia medzi majoritnými a minoritnými akcionármi a zneužitie postavenia majoritnými akcionármi

Ako analyzujem v kapitole 1.4.1.1 každá obchodná spoločnosť musí riešiť problémy zastúpenia vznikajúce medzi základnými konštituentmi spoločnosti, a preto je tento problém aj centre záujmu zákonodarcov. V kapitole 1.4.1.1.b) argumentujem ako môže adopcia akcií s násobným hlasovacím právom v určitých akciových spoločnostiach pomôcť zmierniť problém zastúpenia medzi akcionármi a manažmentom, a to zmenšením transakčných a informačných nákladov medzi akcionármi potrebných k efektívnemu rozhodovaniu a kontrole členov volených orgánov. (*Pre obecný popis problému zastúpenia odkazujem na kapitolu 1.4.1.1.a*).

Zlepšenie postavenia akcionárov ako skupiny a problému zastúpenia medzi akcionármi a manažmentom so sebou inherentne prináša aj negatívny aspekt, a tým je prehĺbenie problému zastúpenia medzi minoritnými a majoritnými akcionármi. Toto vzájomné prepojenie problémov zastúpenia je spôsobené samotnou povahou problému zastúpenia v obchodnej spoločnosti.¹⁸³

¹⁸¹ Čl. 11 odst. 3. Smernice Európskeho parlamentu a Rady 2004/25/ES z dna 21. apríla 2004 o ponukách na prevzatie.

¹⁸² FERRARINI, G., 2006, op. cit., s. 3-6.

¹⁸³ KRAAKMAN, R., ARMOUR, J., DAVIES, P., a kol., 2017, op. cit., s. 79.

Nástroje a spoločenské ujedania, ktoré znižujú náklady zastúpenia medzi akcionármi (*ako skupinou*) a manažmentom tým, že posilňujú postavenie kontrolných akcionárov, zvýšia náklady zastúpenia medzi menšinovými akcionári a kontrolnými akcionármi.¹⁸⁴ Vysvetlenie je pomerne jednoduché. Medzné prínosy zmenšenia informačnej asymetrie akcionárov vo vzťahu k manažmentu a posilnenie ich rozhodovacích právomocí sú najväčšie vždy pre akcionárov s najväčšou hlasovacou silou. **Menšiu informačnú asymetriu a koncentráciu hlasovacích práv v rukách malého počtu akcionárov, môžu akcionári využiť na presadenie dlhodobej investičnej stratégie a správnych strategických rozhodnutí, avšak, koncentrovaná kontrola v rukách niekoľkých akcionárov môže viesť k oportunistickému chovaniu a zneužitiu ich postavenia na extrakciu súkromných výhod, ktoré môžu byť suboptimálne pre ostatných konštituentov, primárne minoritných akcionárov a spoločnosť ako takú.**¹⁸⁵ Posilnenie majoritných akcionárov prostredníctvom akcií s násobným hlasovacím právom tak so sebou prináša dve strany mince. V prípade „osvietených“ akcionárov môžu priniesť pre spoločnosť pozitívne hospodárske výsledky elimináciou rozhodovania uniformovanej, neinformovanej menšinovej akcionárskej štruktúry, avšak na druhej strane, môže toto posilnenie a prehĺbenie informačnej asymetrie medzi jednotlivými triedami akcionárov viesť v prípade „neosvietených“ akcionárov k oportunizmu, extrakcii súkromných výhod a problémom, ktorým sa venujem nižšie.

Práve riziká vyplývajúce z koncentrácie kontroly v rukách kontrolných akcionárov tj. zvýšenie nákladov zastúpenia medzi minoritnými a majoritnými akcionármi, problém zakorenenia a extrakcia súkromných výhod, sú v literatúre hlavnými argumentami pre zákaz odklonu od princípu proporcionality.¹⁸⁶

Rizikám vysokých nákladov zastúpenia medzi minoritnými a majoritnými akcionármi a koncentrácie rozhodovacích právomocí v rukách kontrolných akcionárov na investičné rozhodnutia spoločnosti sa vo svojej štúdií venujú Bebhuk, Kraakman a Triantis (2000). Poukazujú na to, že odklon od princípu proporcionality a vznik kontrolných akcionárov, ktorí však majú malý podiel na základnom kapitále, je rizikovejší ako situácia majoritných akcionárov, ktorí majú síce rovnakú hlasovaciu silu ale internalizujú účinok svojich prípadne negatívnych rozhodnutí odpovedajúcim podielom na základnom kapitále tj. za svoje zlé rozhodnutia nesú odpovedajúce ekonomické riziko.¹⁸⁷ Toto riziko popisujú na modelovom prípade voľby nového projektu spoločnosti. Kontrolný akcionár, bez proporcionálneho podielu na základnom kapitáli, si

¹⁸⁴ *Ibidem*, s. 79.

¹⁸⁵ GOSHEN, Z., HAMDANI, A., 2013, op. cit., s. 565.

¹⁸⁶ ADAMS, R., FERREIRA, D., 2007, op. cit., s. 52.

¹⁸⁷ BEBCHUK, A., KRAAKMAN, H., TRIANTIS, G., 2000, op. cit., s. 8.

zvolí radšej projekt *X*, ktorý síce vytvorí celkovo nižšiu hodnotu *H_x* pre spoločnosť ale má pre kontrolného akcionára väčšie súkromné výhody plynúce z kontroly, ako projekt *Y*, ktorý bude pre spoločnosť síce celkovo výhodnejší (*väčšia hodnota H_y*) ale s nižšími súkromnými výhodami.¹⁸⁸ Navyše, čím bude jeho podiel na základnom kapitále menší, tým bude pre neho celková hodnota vytvorená pre spoločnosť menej dôležitá v porovnaní s jeho súkromnými výhodami.¹⁸⁹ Naopak majoritný akcionár (*s proporčným podielom na základnom kapitále*) by takto nekonal, pretože by mal záujem na celkovom navýšení hodnoty pre spoločnosť, keďže má veľký podiel na zisku. **Kontrolný akcionár, ktorý má väčšinu na valnej hromade z dôvodu prelomenia proporcionality a nie z dôvodu vysokého kapitálového prínosu, tak v prípade oportunistu môže prijať investičné rozhodnutie, ktoré je pre minoritných akcionárov a spoločnosť nevýhodné ale ktoré mu zaručí vysoké súkromné výhody.**

Ďalšie riziko spočíva v tom, že akcionár disponujúci väčšou hlasovacou silou aká má odpovedať jeho kapitálovému prínosu a nesenému ekonomickému riziku, spraví zlé investičné rozhodnutie s negatívnymi dopadmi na spoločnosť, premietne sa to v jeho ekonomickej situácii menej a táto vedomosť môže viesť k presadzovaniu rizikovejších rozhodnutí.¹⁹⁰ Na tento fenomén upozorňuje v tuzemskej literatúre aj Černá a uvádza, že pre takéhoto akcionára môže byť spoločnosť prostriedkom k dosiahnutiu iných cieľov.¹⁹¹ Vo vzťahu k českému právnemu poriadku je možné uviesť, že v prípade prijatia rozhodnutia kontrolným akcionárom, ktoré by viditeľne znevýhodňovala minoritných akcionárov alebo spoločnosť v prospech kontrolného akcionára, by mali aktívne legitimované osoby podľa §428 ZOK možnosť dovolávať sa neplatnosti takéhoto rozhodnutia v prekluzívnej lehote¹⁹² pre rozpor s dobrými mravmi za podmienky odôvodneného protestu učeného na valnej hromade.¹⁹³ Takéto rozhodnutie však bude záležať na konkrétnych okolnostiach prípadu a toto právo nemusí prislúchať akcionárom v iných právnych poriadkoch.

Koncentrácia kontroly v rukách kontrolných akcionárov môže viesť aj k ďalším negatívnym dopadom pre spoločnosť. Jedná sa napr. o tunelovanie spoločnosti formou prevodu aktív a ziskov zo spoločnosti na kontrolujúcich akcionárov¹⁹⁴ alebo kontrolní akcionári môžu presmerovať peňažné súkromné výhody na seba (*napríklad konzumáciou nadmerných platov a*

¹⁸⁸ BEBCHUK, A., KRAAKMAN, H., TRIANTIS, G., 2000, op. cit., s. 8.

¹⁸⁹ *Ibidem*, s. 8.

¹⁹⁰ LÁLA, D., 2020, op. cit. s., 87.

¹⁹¹ ČERNÁ, S., 2012, op. cit. s., 196.

¹⁹² Viz §429 ZOK – 3 mesačná subjektívna a ročná objektívna lehota.

¹⁹³ LÁLA, D., 2020, op. cit. s., 89.

¹⁹⁴ JOHNSON, S., LA PORTA, R. LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A., *Tunnelling*, 2000, [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=204868>.

výhod alebo vykonávaním výhodných transakcií so spriaznenými osobami).¹⁹⁵ Na základe existujúcej literatúry uvádzajú Adamsová a Ferreira medzi ďalšie riziká koncentrovaného vlastníctva taktiež neefektívnosť na trhu podnikovej kontroly, tvorbu monopolov, neefektívnu spotrebu výhod a dodávajú že: „predpokladané dôsledky môžu byť hrozivé....od narušených investičných rozhodnutí na mikroúrovni až po nedostatočne rozvinutie kapitálových trhov a spomalenie ekonomického rastu na makroúrovni.“¹⁹⁶

Koncentrované vlastníctvo tak so sebou vždy prináša dve strany mince a spoločnosť tak musí vhodne nastaviť štruktúru akcií a svoje vnútorné procesy podľa svojich aktuálnych potrieb. Je nemožné investorov absolútne ochrániť pred oportunistickým chovaním kontrolného akcionára (*a súvisiacimi rizikami*) a zároveň poskytnúť kontrolnému akcionárovi neobmedzenú slobodu na adopciu dlhodobého investičného plánu a osobnej vízie spoločnosti.¹⁹⁷ Jedná sa tak o nevyhnutný kompromis ku ktorému musí spoločnosť pristúpiť po zvážení všetkých relevantných aspektov. Výsledné nastavenie tj. pomer medzi mocou kontrolných akcionárov a ochranou minoritných akcionárov bude v *ad hoc* prípadoch reflektovať vyjednávaciu silu jednotlivých subjektov. V prípade nedostatku kapitálu (*vysoké úrokové sadzby, nedostatok investorov*) môžu investori získať väčšiu ochranu, a naopak ak má zakladateľ obzvlášť atraktívny nápad alebo dobré investičné výsledky, môže vyjednať výhodnejšie podmienky pre seba.¹⁹⁸ Typickým príkladom väčšej vyjednávacjej sily zakladateľov, kedy sú investori ochotní investovať do spoločnosti aj s rizikom oportunistizmu na strane kontrolných akcionárov, sú predovšetkým technologické spoločnosti ako Facebook a Google s duálnou štruktúrou akcií¹⁹⁹, ktoré stotožňujú s osobou zakladateľov aj úspech samotnej spoločnosti, ako rozoberám podrobnejšie v kapitole 1.3.2.

a) Nezávislý člen štatutárneho orgánu

Adopcia akcií s násobným hlasovacím tak môže na jednej strane zlepšiť problém zastúpenia medzi akcionármi a manažmentom a zlepšiť efektívnosť a kvalitu rozhodnutí spoločnosti, zároveň však vytvára eminentné riziko oportunistického chovania kontrolných akcionárov (*prijímanie rozhodnutí motivovaných ich vlastným profitom*), ktorí môžu týmto jednaním z dlhodobého hľadiska poškodiť ostatných akcionárov aj samotnú spoločnosť. Na tento prirodzený následok problému zastúpenia musí reagovať aj právo. V prípade, že vlastnícka štruktúra spoločnosti

¹⁹⁵ GOSHEN, Z., HAMDANI, A., 2013, op. cit., s. 582.

¹⁹⁶ ADAMS, R., FERREIRA, D., 2007, op. cit., s. 52.

¹⁹⁷ GOSHEN, Z., HAMDANI, A., 2013, op. cit., s. 583.

¹⁹⁸ *Ibidem*, s. 586.

¹⁹⁹ Google má v súčasnosti dokonca tri skupiny akcií tj. klasické akcie, akcie s násobným hlasovacím právom a akcie bez hlasovacieho práva.

obsahuje kontrolného akcionára, je hlavným záujmom obchodného práva riešiť potenciálny konflikt záujmov medzi kontrolným akcionárom a verejnými investormi.²⁰⁰

Právo pozná radu nástrojov, ktorých adopcia môže ochrániť minoritných akcionárov pred oportunistickým chovaním kontrolných akcionárov, ako napr. posilnenie ich rozhodovacích práv, zavedenie stropu výkonu hlasovacieho práva alebo právo veta zverené minoritným akcionárom.²⁰¹ Väčšina týchto nástrojov však obmedzuje právomoci majoritných akcionárov a prehĺbuje tak spätne problém zastúpenia akcionári – manažment, a tak ich aplikácia neguje pozitívne prínosy akcií s násobným hlasovacím právom pre spoločnosť a môžu spôsobiť nákladné pochybenia v rozhodovaní.²⁰²

Nástroj, ktorého adopciu však v tejto situácii považujem za ideálny, a to z dôvodu, že na jednej strane čiastočne ochráni minoritných akcionárov pred oportunistom kontrolných akcionárov avšak zároveň umožní uchovať všetky vyššie popísané výhody (*adopciou akcií s násobným hlasovacím právom a následným zmiernením problému zastúpenia akcionári-manažment*), je obsadenie štatutárneho orgánu spoločnosti nezávislými členmi (*independent directors*).²⁰³ Ako uvádza Krakmaan a kol.: „*zákonodarcovia vnímajú nezávislých členov ako druh širokospektrálnej prevencie, vhodnej na liečbu problému zastúpenia menšinových akcionárov, ako aj problémov akcionárov ako triedy... a ochranu ostatných subjektov spoločnosti*“.²⁰⁴ Nezávislí členovia orgánov tak nie len že môžu zmierniť negatívne dopady adopcie akcií s násobným hlasovacím právom na minoritných akcionárov a vyvážiť tak nežiadúce účinky zlepšenia problému zastúpenia akcionári-manažment, rovnako môžu pôsobiť ako ochrana pred oportunistickým chovaním manažmentu.

Nezávislí členovia by mali byť motivovaní morálkou, profesionalitou a osobnou povest'ou, a preto presadzovať záujmy spoločnosti ako celku.²⁰⁵ Samotnou nezávislosťou sa myslí finančná a personálna nezávislosť od kontrolných akcionárov, spoločnosti a hlavných členov exekutívy. Nezávislým členom je väčšinou v praxi zverený kontrolná činnosť a nezapájajú sa tak do dennodennej rozhodovacej činnosti, a zároveň je im vytvorená silná motivácia prostredníctvom

²⁰⁰ BEBCHUK, L.A., HAMDANI, A., *Independent directors and controlling shareholders*, *University of Pennsylvania Law Review* [online], 2017, roč. 2017, č. 6, [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=2741738>, s. 1.

²⁰¹ Na hlbšiu analýzu týchto nástrojov odkazujem na pojednávanie v knihe KRAAKMAN, R., ARMOUR, J., DAVIES, P., a kol., 2017 op. cit., s.79-89.

²⁰² GOSHEN, Z., HAMDANI, A., 2013, op. cit., s. 596.

²⁰³ V prípade ČR sa bude jednať napr. o členov predstavenstva v dualistickom systéme podľa §435 ZOK a členov správnej rady v monistickom systéme podľa §456 ZOK.

²⁰⁴ KRAAKMAN, R., ARMOUR, J., DAVIES, P., a kol., 2017, op. cit., s. 84-85.

²⁰⁵ *Ibidem*, s. 85.

odmeňovania viazaného na hodnotu akcií, aby zosúlادili ciele a chovanie manažmentu s očakávaniami akcionárov.²⁰⁶ Nezávislým členom môže byť taktiež zverená pôsobnosť v prípadoch, ktoré môžu vyvolať konflikt medzi manažmentom a akcionármi ako napr. odmeňovanie vysokého manažmentu, nominácie audítorov alebo nominácie ostatných orgánov spoločnosti.²⁰⁷ V praxi sa často krát jedná o kombináciu profesionálneho manažéra a akademika s vysokým stupňom odbornosti, dobrou povest'ou a právnym resp. ekonomickým vzdelaním.

Pomerné obsadenie štatutárneho orgánu nezávislými členmi sa môže pozitívne prejavíť predovšetkým v prípadoch prijímania rozhodnutí v ktorých sa záujmy kontrolných akcionárov zásadne líšia od záujmov spoločnosti resp. ostatných investorov (z dôvodu ich nezávislosti na kontrolných akcionároch, ktorí ich typicky nemenujú do pozícií). V členských štátoch EÚ presadzuje inštitút nezávislých členov najmä *soft law* formou kódexov dobrej správy. Napriek tomu, že verejne obchodované akciové spoločnosti väčšinou nemajú povinnosť priamo aplikovať tieto kódexy, tak vo väčšine prípadov činia, a to z dôvodu burzových a zákonných povinností každoročne reportovať ich súlad s kódexmi dobrej správy a prípadný nesúlad vysvetliť akcionárom – tzv. „*comply or explain*“ pravidlo.²⁰⁸ Cieľom doktríny „*comply or explain*“ je vytvoriť tlak na kótované spoločnosti k adopcii inštitútov dobrej správy a zároveň umožňuje vyhnúť sa aplikácii rigidných zákonných pravidiel.²⁰⁹ Obsadenie pomernej časti štatutárneho orgánu nezávislými členmi častokrát vyžaduje zalistovanie akciovej spoločnosti na konkrétnej burze cenných papierov. Jedná sa o súčasť podmienok, ktoré majú za cieľ zvýšiť transparentnosť, prístup na kapitálový trh a celkovú trhovú stabilitu. Podmienka pomerného počtu nezávislých členov v štatutárnom orgáne spoločnosti sa vyskytuje v burzových podmienkach po celom svete. Ako príklad je možné uviesť americkú burzu NASDAQ, ktorá vyžaduje nadpolovičný počet nezávislých členov štatutárneho orgánu²¹⁰ alebo burzu v Sao Paule, ktorá predpisuje minimálne 20% obsadenosť nezávislými členmi.²¹¹

Navzdory tomu, že nezávislí členovia sú v teórii považovaní za neutrálny nástroj, ktorého primárna úloha je kontrola manažmentu a poskytnutie nezávislého dohľadu nad chodom spoločnosti, je potrebné si uvedomiť, že v reáliách Európskych trhov (*častý výskyt kontrolných akcionárov*) sú silno naviazaní na minoritných akcionárov a ich ochranu. Tento pohľad potvrdzujú aj Krakmaan a kol., ktorí ich v európskom prostredí označujú za „*šampiónov minoritných*

²⁰⁶ *Ibidem*, s. 62.

²⁰⁷ BEBCHUK, A., HAMDANI, A., 2017, op. cit., s. 10.

²⁰⁸ Napr. v Nemecku §161 AktG – Aktiengesetz.

²⁰⁹ KRAAKMAN, R., ARMOUR, J., DAVIES, P., a kol., 2017, op. cit., s. 62.

²¹⁰ Bod 5605(b) (1) burzových pravidiel Nasdaq,

²¹¹ Čl. 4.3 Novo Mercado Regulations.

akcionárov a mimo akcionárskych konštituentov.“²¹² Efektívnosť dohľadu nezávislých členov však môže výrazným spôsobom narušiť spôsob ich voľby. Ako upozorňuje Bebhuk a Hamdani, v prípade, že dochádza k vymenovaniu nezávislých členov štandardnou cestou, rozhodujúci vplyv pri ich vymenovaní a prípadnom odvolaní uskutočňujú kontrolní akcionári (*pred jednaním ktorých by mali minoritných akcionárov chrániť*), čo spôsobuje, že nezávislí členovia majú následne motiváciu prikloniť sa k záujmom kontrolných akcionárov tj. strácajú svoju nezávislosť.²¹³ V prípade neexistencie mechanizmu vymenovania naviazaného na hlasy minoritných akcionárov resp. ochrany pred ich svojvoľným odvolaním, je efektívne napĺňanie ich úloh (*ochrana záujmov minoritných akcionárov a dohľad nad manažmentom*) značne limitovaná.

Inštitút nezávislých členov štatutárneho orgánu však netreba vnímať ako všeliek na všetky vnútorné problémy spoločnosti a je potrebné upozorniť aj na nevýhody tohto nástroja. Hlavná nevýhoda spočíva prekvapivo práve v ich nezávislosti, ktorá prirodzene implikuje ich nezalosť spoločnosti a jej vnútorných procesov. Častokrát takisto nedisponujú dostatočnou znalosťou trhu na ktorom spoločnosť pôsobí. Tieto faktory sú spôsobené tým, že ako spomínam vyššie, jedná sa zvyčajne o profesionálov, ktorí túto úlohu vykonávajú aj vo viacerých spoločnostiach naraz. Jedná sa tak o nevyhnutný kompromis, ktorý podmieňuje ich skutočnú nezávislosť. Na riziká obsadenia štatutárneho orgánu nezávislými členmi najviac upozornila finančná kríza v roku 2008, keďže podľa mnohých práve „nezávislé“ štatutárne orgány s limitovanou znalosťou risk manažmentu a špecifik bankového sektoru dopomohli k vytvoreniu finančnej krízy.²¹⁴ Práve v nadväznosti na finančnú krízu je možné pozorovať zvyšujúce sa nároky na odbornosť členov štatutárnych orgánov vo finančnom sektore. Dobrým príkladom je smernica Európskeho parlamentu a rady 2013/36/EÚ o prístupe k činnosti úverových inštitúcií a prudenciálnom dohľade nad úverovými inštitúciami a investičnými spoločnosťami. Článok 91 tejto smernice stanovuje podmienky pre výkon pozície v riadiacom orgáne takto „Členovia riadiaceho orgánu musia mať neustále dostatočne dobrú povesť a dostatočnú úroveň vedomostí, zručností a skúseností na vykonávanie svojich povinností. Celkové zloženie riadiaceho orgánu odráža tiež primerane široký rozsah skúseností.“²¹⁵ a zároveň kvantitatívne obmedzuje počet výkonných funkcií jednotlivého člena. Tieto opatrenia majú

²¹² KRAAKMAN, R., ARMOUR, J., DAVIES, P., a kol., 2017, op. cit., s. 65.

²¹³ BEBCHUK, A., HAMDANI, A., 2017, op. cit., s. 8. alebo KRAAKMAN, R., ARMOUR, J., DAVIES, P., a kol., 2017 op. cit., s. 65.

²¹⁴ DE HAAN, J. VLAHU, R., *Corporate Governance of Banks: A Survey, Journal of Economic Surveys* [online], 2016, roč. 2016, č. 30, pp. 228-277, [Cit. 25.3.2024] dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=2297770>, s. 23.

²¹⁵ Čl. 91 Smernice Európskeho parlamentu a Rady 2013/36/EÚ z 26. júna 2013 o prístupe k činnosti úverových inštitúcií a prudenciálnom dohľade nad úverovými inštitúciami a investičnými spoločnosťami, o zmene smernice 2002/87/ES a o zrušení smerníc 2006/48/ES a 2006/49/ES.

zabezpečiť aby v riadiacich orgánoch nepôsobili členovia, ktorí nedisponujú dostatočnými znalosťami z finančného sektora.

Inštitút nezávislých členov štatutárnych orgánov tak osobne považujem (napriek určitým nevýhodám) v prípade vhodnej úpravy za ideálny nástroj, ktorý môžu akciové spoločnosti adoptovať v snahe zmierniť negatívne dopady adopcie akcií s násobným hlasovacím právom, a to predovšetkým vo vzťahu k ochrane minoritných akcionárov, a ktorý im zároveň umožní čerpať všetky výhody pre spoločnosť vyplývajúce z posilnenia postavenia kontrolného akcionára v súlade so záujmami spoločnosti.

1.5. Dopad adopcie akcií s násobným hlasovacím právom na hodnotu spoločnosti

V predchádzajúcich kapitolách pomerne komplexne analyzujem jednotlivé dopady adopcie akcií s násobným hlasovacím právom na izolované problémy akciovej spoločnosti, avšak azda najdôležitejším aspektom je ich celkový dopad na hodnotu spoločnosti. Na ďalších stranách sa preto pokúsim zodpovedať, či modifikácia hlasovacej sily (*štruktúrovanie ekonomickej moci v rámci korporácie*) a vyvolané efekty na spoločnosť, vytvára pre spoločnosť dodatočnú hodnotu a môže tak byť relevantným argumentom k ich adopcii.

Historicky dominujúca ekonomická teória obchodných korporácií predpokladá, že ak chceme dosiahnuť maximalizáciu cieľov spoločnosti, potrebujeme objektívny kvantifikátor na základe ktorého efektívne zhodnotíme úspešnosť spoločnosti (*dosiahnutie stanovených cieľov*) a jediným a univerzálnym kritériom, na ktorý by sa manažment spoločnosti mal sústrediť je maximalizácia dlhodobej hodnoty spoločnosti.²¹⁶ Teória maximalizácie hodnoty spoločnosti (*value maximalization theory*) zároveň predpokladá, že sa jedná o najlepšiu celospoločenskú alokáciu hodnôt. Táto teória je v posledných desaťročiach podrobená kritike časti literatúry, ktorá sa (*spolu s mnohými spoločnosťami*) prikláňa k adopcii iných kritérií podľa ktorých by mala spoločnosť merať efektívne dosiahnutie úspechu, reprezentovaná predovšetkým teóriou zainteresovaných strán (*stakeholder theory*).²¹⁷ Napriek tomu je ukazovateľ dlhodobej hodnoty spoločnosti (*a tendencia rastu hodnoty*) stále centrálnym bodom podľa ktorého môžeme pomerne objektívne hodnotiť výkonnosť, a teda úspešnosť akejkoľvek spoločnosti. Koniec-koncov ultimátnym cieľom akcionárov spoločnosti ako reziduálnych vlastníkov je zisk. Z tohto dôvodu považujem za logický záver, že dopad adopcie akcií s násobným hlasovacím právom na dlhodobú

²¹⁶ JENSEN, M. C., 2001, op. cit., s. 236.

²¹⁷ Stakeholder theory tvrdí, že manažment spoločnosti by sa nemal pri rozhodovaní riadiť iba záujmom akcionárov tj. zvýšiť zisky a hodnotu spoločnosti ale mal by brať do úvahy záujmy všetkých konštituentov spoločnosti, ktorý sú ovplyvnení spoločnosťou tj. zamestnanci, zákazníci, lokálne komunity, príroda etc.

hodnotu spoločnosti a *ipso facto* zisk, ktorý je následne alokovaný medzi akcionárov by mal byť najdôležitejším kritériom, ktorý by mal pre spoločnosť zaväziť pri zvažovaní či takéto akcie adoptuje alebo nie a až sekundárne analyzovať prípadný dopad na ostatných konštituentov spoločnosti (*negatívny dopad na ostatných konštituentov však môže negatívne ovplyvniť aj hodnotu spoločnosti viz nižšie*).

Z teoretického hľadiska je možné z dopadov rozoberaných v predchádzajúcich kapitolách dovodiť čiastočný záver o vplyve adopcie duálneho systému akcií na dlhodobú hodnotu spoločnosti. Adamsová a Ferreira napr. uvádzajú, že ak sú dlhodobé výnosy pre investorov nízke z dôvodu oportunistiky a extrakcie súkromných výhod kontrolnými akcionármi (*ako dôsledok posilnenia ich postavenia adopciou duálnej štruktúry akcií*) nebudú ďalej motivovaní do spoločnosti investovať a príde tak k dlhodobému podfinancovaniu, čo sa následne odrazí na rozvoji spoločnosti a dlhobodej ziskovosti.²¹⁸ Obdobne De la Bruslerie predpokladá, že spoločnosti s duálnou štruktúrou by mali byť teoreticky na trhu menej hodnotné v dôsledku zakorenenia kontrolných akcionárov a ich oportunistického správania.²¹⁹

Hoci takéto závery môžu byť vo vzťahu k hodnote určitých spoločností pravdivé, považujem takýto teoreticko-argumentačný prístup za neefektívny (*nesprávny*), a to z dôvodu s ktorým pracujem od začiatku tejto práce, že dopady na jednotlivé spoločnosti sa môžu diametrálne líšiť na základe ich akcionárskej štruktúry, sektoru podnikania a iných špecifických aspektov. Preto by som sa v prípade tejto problematiky chcel zamerať **na empirické dôkazy**, ktoré poskytuje rada štúdií rozoberaných na ďalších stranách.

1.5.1. Statické štúdie

V zahraničnej literatúre sú pomerne rozšírené tzv. statické štúdie tj. predmetom výskumu je vzorka spoločností s rozdielnou štruktúrou akcií a ich vzájomné porovnanie v určitý čas resp. danom časovom horizonte. Tieto štúdie však neberú do úvahy ostatné kritériá ako je sektor podnikania spoločností, ich relatívnu výkonnosť, akcionársku štruktúru, postavenie na trhu a pod. a zameriavajú sa iba na jeden element – hodnotu spoločnosti. Napriek kritike časti literatúry týchto statických štúdií z dôvodu ich nedokonalosti, **však pomerne jednoznačne vykazujú negatívny dopad duálnych akciových štruktúr na hodnotu spoločnosti.**

Claessens a kol. vo svojej štúdií verejne obchodovaných spoločností v juhovýchodnej Ázii zistili, že hodnota spoločnosti klesá v prípade, že majoritný akcionár ma excesívne hlasovacie

²¹⁸ ADAMS, R., FERREIRA, D., 2007, op. cit., s. 53.

²¹⁹ DE LA BRUSLERIE, H., 2023, op.cit., bod 43.

práva, ktoré nezodpovedajú jeho kapitálovému príspevku.²²⁰ Tento negatívny efekt je ďalej znásobený veľkosťou odklonu od princípu proporcionality.²²¹ Rovnaké závery dovodili vo svojej štúdií aj Bennedsen a Nielsen pri vzorke európskych spoločností.²²² Masulis a kol. analyzovali americké spoločnosti s duálnou štruktúrou akcií a ich závery preukázali, že takéto spoločnosti sú na trhu v porovnaní so spoločnosťami ktoré aplikujú systém „one share-one vote“ menej hodnotné, odmeňovanie vedúcich pracovníkoch je vyššie a akvizičné rozhodnutia sú menej hodnototovorné.²²³ Gompers a kol. došli v prostredí amerických akciových spoločnosti k obdobným záverom tj. že hodnota spoločnosti v prípade prelomenia princípu proporcionality hlasovacej sily kontrolných akcionárov klesá a negatívny efekt je znásobený veľkosťou disproporcie medzi hlasovacou silou a kapitálovým príspevkom.²²⁴

akcionárov si vyberú najsprávnejší systém akcií, ktorá vyhovuje ich požiadavkám.²²⁵ Rovnako je dôležité upozorniť, že sa vždy jedná o tzv. *cross-sectional* štúdie, ktoré porovnávajú spoločnosti v odlišných sektoroch, čo môže mať zásadný dopad na ich hodnotu. Ako však poukazuje De La Bruslerie, tieto štúdie nemusia byť úplne vypovedajúce, pretože jednoducho len opisujú situácie, ktoré môžu byť dôsledkom rôznych kumulatívnych príčin a hodnota spoločností nemusí byť následkom štruktúry akcií ale naopak, výber druhov akcií môže byť následkom výkonnosti spoločnosti, nakoľko najlepšie spoločnosti s určitou štruktúrou.

1.5.2. Dynamická analýza

Dôležitú úlohu pri dopadoch na hodnotu spoločnosti môže zohrávať ekonomické štádium v ktorom sa spoločnosť pri adopcii duálneho systému nachádza. Adopcia akcií s násobným hlasovacím právom môže vyvolávať odlišné dopady na aktuálnu hodnotu spoločnosti v závislosti od špecifik spoločnosti a strategických krokov, ktoré sú naviazané na body v ekonomickom cykle jej vývoja (*časový horizont od IPO, vek spoločnosti alebo významná transakcia*).²²⁶

Za prvé štádium tohto ekonomického cyklu spoločnosti môžeme považovať ohlásenie adopcie akcií s násobným hlasovacím právom. **V tabuľke 1** sumarizujem štúdie, ktoré analyzovali

²²⁰ CLAESSENS, S., DJANKOV, S., FAN, J.P.H., LANG, L, 2002, op. cit.

²²¹ *Ibidem*.

²²² BENNEDSEN, M., NIELSEN, K.M., *Incentive and entrenchment effects in European ownership*, *Journal of Banking & Finance*, Elsevier [online], 2010, roč. 2010, č. 34, pp. 2212-2229, [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.02.007>.

²²³ MASULIS R., WANG C., XIE F., *Agency problems at dual-class companies*, *Journal of Finance*, [online], 2009, roč. 2009, č. 64, pp. 1697-1727, [Cit. 25.3.2024].

²²⁴ GOMPERS, A. P., ISHII, L. J., METRICK, A., 2008, op. cit.

²²⁵ DE LA BRUSLERIE, H., 2023, op.cit., bod 49.

²²⁶ DE LA BRUSLERIE, H., 2023, op.cit., bod 65.

dopad tohto verejného oznámenia na hodnotu akcií spoločností v krátkodobom horizonte. Ako je možné vyčítať z tabuľky, niektoré analyzované štúdie dospeli k odlišným záverom, a to aj v prípade, že vzorka spoločností bola takmer totožná, ako v prípade prvých troch štúdií.²²⁷ Väčšina štúdií však dokazuje, že samotné oznámenie adopcie akcií s násobným hlasovacím právom **nemá negatívny dopad na hodnotu akcií spoločnosti**. Avšak reakcia trhu na oznámenie o adopcie duálnej štruktúry môže mať korene aj v špecifikách spoločností a fakte, že výkonnosť spoločností môže ovplyvniť samotnú adopciu duálneho systému akcií tj. spoločnosť ju môže adoptovať iba ak na základe internej analýzy očakáva jej pozitívny efekt na hodnotu akcií.²²⁸ Vplyv môžu rovnako zohrávať aj okolnosti, ktoré vedú k zmene akciovej štruktúry (*napr. vstup nového investora*).²²⁹

Tabuľka 1 – Dopad oznámenia o adopcie duálneho systému na hodnotu akcií

| Štúdia | Vzorka | Jurisdikcia | Rok | Dopad oznámenia | Dlhodobý dopad |
|-----------------------------------|--------|-------------|---------|-----------------|----------------|
| Partch ²³⁰ | 44 | USA | 1962-64 | +1.2% | neskúmaný |
| Jarrell/Poulsen ²³¹ | 94 | USA | 1976-87 | -0.82% | neskúmaný |
| Cornett/Versuypens ²³² | 70 | USA | 1962-86 | +0.88% | neskúmaný |
| Dimitrov/Jain ²³³ | 178 | USA | 1979-98 | +0.06% | +23.11% |
| Bauguess a kol. ²³⁴ | 142 | USA | 1978-98 | neutrálny | neskúmaný |
| Jog/Riding | 33 | Kanada | 1986 | pozitívny | neskúmaný |
| Maynes | 54 | Kanada | 1992 | negatívny | neskúmaný |
| Ang/Meggison | UK | UK | 1989 | pozitívny | neskúmaný |

²²⁷ Adamsová a Ferreira to pripisujú novej odchýlke v definícii rozhodného dňa. Viz ADAMS, R., FERREIRA, D., 2007, op. cit., s. 63.

²²⁸ GOMPERS, A. P., ISHII, L. J., METRICK, A., 2008, op. cit, s. 15.

²²⁹ BAUGUESS, S., SLOVIN, M., SUSHKA, M., *Recontracting shareholder rights at closely held Firms, unpublished working paper, Arizona State University*. 2007.

²³⁰ PARTCH, M., *The creation of a class of limited voting common stock and shareholders' wealth, Journal of Financial Economics* 1987, roč. 1987, č. 18, pp. 313–339.

²³¹ JARRELL, G., POULSEN, A., *Dual-class recapitalizations as antitakeover mechanisms: The recent Evidence, Journal of Financial Economics*, 1988, roč. 1988, č. 20, pp. 129–152.

²³² CORNETT, M. M., VETSUYPENS, M. R., *Voting rights and shareholder wealth: The issuance of limited voting common stock, Managerial and Decision Economics* [online], 1989, roč. 1989, č. 10, pp. 175– 188, [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <https://www.jstor.org/stable/2487466>.

²³³ DIMITROV, V., JAIN, P., *Recapitalization of one class of common stock into dual-class: Growth and long-run stock returns, Journal of Corporate Finance* [online], 2006, roč. 2006, č. 12, pp. 342–366, [Cit. dat. 25.3.2024] dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=422080>.

²³⁴ BAUGUESS, S., SLOVIN, M., SUSHKA, M., 2007, op. cit.

Relevantným faktorom sa v problematike dopadu na hodnotu spoločnosti javí byť časový horizont od prijatia duálnej štruktúry akcií. Kim a Michaely vo svojej štúdií prichádzajú so záverom, že vo vzťahu k hodnote spoločnosti a výberu štruktúry akcií je dôležitým faktorom vek spoločnosti.²³⁵ Hodnota spoločností s duálnou štruktúrou akcií je podľa Tobinovho koeficientu q ²³⁶ o 0.22% vyššia, avšak tento záver platí iba pre relatívne nové spoločnosti. V prípade starších spoločností sa táto výhoda stratí a vykazujú o 10% väčší priemerný prepád v dlhodobej hodnote ako spoločnosti so systémom “one share-one vote”. K rovnakým záverom dospela aj štúdia Cremersa a kol. tj. spoločnosti s duálnou štruktúrou akcií krátko po *IPO* (do 6 rokov) vykazujú vyšší nárast v hodnote akcií ako spoločnosti so systémom “one share-one vote”, a to v priemere až o 14%.²³⁷ Autori štúdie tvrdia, že táto skutočnosť môže byť spôsobená špecifickou víziou zakladateľa a jeho schopnosťami, z ktorých spoločnosť ťaží a ktoré trh takýmto spôsobom oceňuje (štúdia tak dokladá závery s kapitoly 1.4.1.3.) Skúmané spoločnosti však majú s pribúdajúcim časom od *IPO* tendenciu byť trhom horšie ohodnotené ako spoločnosti s klasickou štruktúrou akcií.

Empirické dôkazy z týchto štúdií naznačujú, že adopcia akcií s násobným hlasovacím právom vykazuje v krátkodobom horizonte po *IPO* pozitívne ekonomické dopady na hodnotu spoločnosti, avšak časom sa táto ekonomická výhoda vytráca, a to výraznejšie v porovnaní so spoločnosťami s klasickou štruktúrou akcií. Okrem dvoch vyššie popísaných štúdií tento záver podporujú aj ďalšie štúdie, ktoré to pripisujú zvyšujúcim sa nákladom zastúpenia a zakoreneniu kontrolných akcionárov.²³⁸ Potenciálne riešenie tohto prepádu hodnoty v dlhodobom horizonte môže byť zavedenie tzv. „time-based sunset clause“ tj. ujednaniu ktoré by bolo po uplynutí určeného časového horizontu aktivované, a to podľa predom zvoleného mechanizmu (hlasovanie minoritných akcionárov, automatická aktivácia) a konvertovala by všetky akcie v spoločnosti na jednotný typ podľa zásady „one share-one vote“.²³⁹ Proces unifikácie akcií prostredníctvom tejto klauzule je však pomerne vzácny. Kim a kol. uvádzajú, že každý rok takto unifikujú svoje akcie len 3% spoločností s duálnou štruktúrou v USA a Európe, a to väčšinou pod tlakom inštitucionálnych investorov.²⁴⁰

²³⁵ KIM H., MICHAELY R., *Sticking around too long? Dynamics of the benefits of dual-class voting*, European Corporate Governance Institute (ECGI)-SFI Finance Working Paper [online], 2018, roč. 2019, č. 590, [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=3145209>.

²³⁶ Predstavuje pomer medzi tržnou hodnotou spoločnosti na akciovom trhu a hodnotou jej nákladov na reprodukciu aktív. Z tohto pomeru je možné jednoducho poznať či je spoločnosť trhom nadhodnotená, podhodnotená alebo odpovedá ideálnemu pomeru. V ekonómii sa považuje za jednu z metód ako predpovedať potenciál spoločnosti.

²³⁷ CREMERS, K., MARTIN, J., LAUTERBACH, B., PAJUSTE, A., op. cit., s. 2.

²³⁸ Pre bližší rozbor týchto štúdií odkazujem na pojednanie ADAMS, R., FERREIRA, D., 2007, op. cit.

²³⁹ CREMERS, K., MARTIN, J., LAUTERBACH, B., PAJUSTE, A., op. cit., s. 5.

²⁴⁰ KIM J., MATOS P., XU T., *Multi-class shares around the world: The role of institutional investors, working paper, November 2018, Darden School of Business, 2018.*

Nie všetky štúdie však potvrdzujú vyššie uvedené výsledky a hypotézu, že spoločnosti, ktoré sa rozhodnú pre adopciu akcií s násobným hlasovacím právom dlhodobo strácajú na hodnote. Naopak štúdia Bohmera a kol. dokumentuje, že spoločnosti, ktoré sa rozhodnú pre *IPO* s duálnou štruktúrou akcií dlhodobo prekonávajú spoločnosti s klasickou štruktúrou akcií, a to z hľadiska výnosov akcií aj účtovného výkonu.²⁴¹ Záverom ich štúdie je, že *IPO* s duálnou štruktúrou akcií prináša vyšší zisk pre investorov z dôvodu lepších prevádzkových výsledkov a vyšších výnosov.²⁴² K názoru, že adopcia duálneho systému akcií vytvára pre akcionárov dodatočnú hodnotu a vedie k dlhodobému abnormálnemu výnosu akcií dospela aj štúdia Dimitrova a Jaina.²⁴³ Na záver treba taktiež upozorniť na závery štúdie Lel a kol., a to predovšetkým v kontexte záverov z kapitoly 1.4.1.2 a 1.4.1.3 (*adopcia akcií s násobným hlasovacím právom vedie k investíciám do inovácii a R&D*). Táto štúdia rovnako rozporuje hypotézu o dlhodobom negatívnom vplyve akcií s násobným hlasovacím právom na hodnotu spoločnosti, nakoľko uvádza, že v dlhom časovom horizonte sa prejavia výhody flexibility duálnej štruktúry akcií, a to vyššou schopnosťou inovovať, vďaka čomu hodnota týchto spoločností v budúcnosti výrazne porastie.²⁴⁴ **Empirické dôkazy z týchto štúdií tak naopak dokazujú, že v určitých prípadoch môže mať adopcia duálneho systému akcií pozitívny dopad na dlhodobú hodnotu spoločnosti.**

De La Bruslerie na margo výsledkov uvedených štúdií uvádza: „*Existuje toľko optimálnych akciových štruktúr, koľko je rôznych špecifických hospodárskych životných cyklov. Okrem toho sa najlepšia právna štruktúra vlastníctva akcií môže časom meniť, čo odôvodňuje zmeny v právnych systémoch hlasovania.*“²⁴⁵

Vo svetle týchto zistení treba uviesť aj dáta k výkonnosti akcií spoločností s duálnou štruktúrou. V roku 2018 vydala analytická spoločnosť MSCI, ktorá poskytuje dáta pre akciové trhy, prieskum podľa ktorého akcie spoločností s nerovnými hlasovacími právami v období medzi rokmi 2007-2017 výnosovo prekonali spoločnosti so štandardnými kmeňovými akciami. V Európe bola návratnosť akcií s duálnou štruktúrou vyššia o **2.5%** a v USA dokonca o **4.5%**.²⁴⁶

²⁴¹ BOHMER, E., SANGER, G. C., VARSHNEY, S. B., *The effect of consolidated control on firm performance: the case of dual-class IPOs*, Levis, M. (Ed.), *Empirical Issues in Raising Equity Capital*. Elsevier [online], 1995, [Cit. dat. 25.3.2024], dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=563035>.

²⁴² BOHMER, E., SANGER, G. C., VARSHNEY, S. B., 1995, op. cit.

²⁴³ DIMITROV, V., JAIN, P., 2006, op. cit.

²⁴⁴ LEL, U., NETTER, J. M., POULSEN, A. B., QIN, Z., *Dual class shares and firm valuation: Market-wide evidence from regulatory events*, *European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper* [online], 2021, roč. 2021, č. 807, [Cit. dat. 25.3.2024], dostupné z: http://ssrn.com/abstract_id=3729297.

²⁴⁵ DE LA BRUSLERIE, H., 2023, op.cit., bod 68.

²⁴⁶ MELAS, D., *Putting the spotlight on Spotify: Why have stocks with unequal voting rights outperformed?*, *msci.com* [online], MSCI Inc., 2018 [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <https://www.msci.com/www/blog-posts/putting-the-spotlight-on/0898078592>.

K podobným záverom prichádza vo svojich štatistikách aj Ritter, ktoré ukazujú, že *post-IPO* upravená výkonnosť akcií spoločností s duálnou štruktúrou je + 42%, zatiaľ čo u klasických spoločností -13%.²⁴⁷ Dôležité je však uviesť, že tieto dáta sa vzťahujú iba k spoločnostiam pôsobiacim v technologickom sektore a svoju rolu teda môžu zohrávať sektorové špecifiká (viz kapitola 1.3.2.) Dlhodobo vyššia výnosnosť spoločností s duálnou štruktúrou akcií sa javí v rozpore so závermi vyššie citovaných štúdií. Domnievam sa však, že to môže byť spôsobené špecifickou povahou technologického sektoru, keďže sa jedná o sektor v ktorom pôsobia najhodnotnejšie spoločnosti na trhu, ktoré majú zároveň duálnu štruktúru akcií ako napr. Google alebo Facebook, čo môže skresľovať celkové výsledky.

Je očividné, že aktuálne štúdie a empirické dôkazy neposkytujú jednoznačnú odpoveď na otázku, či adopcia duálneho systému akcií zvyšuje alebo znižuje hodnotu spoločnosti. Tento záver zdieľajú aj Chemmanur a Jaio, ktorí tvrdia, že: „*Celkovo nie je vôbec jasné, či v praxi, dvojtriedne štruktúry akcií ničia hodnotu pre akcionárov, napriek argumentom corporate governance aktivistov založených na existujúcich teoretických analýzach. z ktorých vyplýva, že systém one share-one vote je optimálny.*“²⁴⁸ Nejednoznačnosť dôkazov o dopade akcií s násobným hlasovacím právom na hodnotu spoločnosti a jej výkonnosť dokladá početná literatúra.²⁴⁹ Relevanciu v danej problematike môže zohrávať mnoho faktorov, ktoré nie sú naviazané na štruktúru akcií (*sektor podnikania, marketing, investičná stratégia a pod.*), ktoré v konečnom dôsledku zásadne ovplyvňujú hodnotu spoločnosti, a to aj v jednotlivých štúdiách.

Z tohto dôvodu nie je možné obecné tvrdiť či je adopcia duálnej štruktúry akcií (*vzhľadom na rast hodnoty spoločnosti*) pre spoločnosti vhodným krokom alebo nie. Dôležitým faktorom sa však javí byť vek spoločnosti a časový horizont od *IPO*. Z tohto hľadiska sa zdá, že pre mladšie spoločnosti so silným lídrom v pozícii zakladateľa, ktoré vstupujú na akciové trhy je takáto štruktúra akcií výnosnejšia, avšak ekonomické benefity sa časom môžu znižovať. Proti tejto domnienke však stojí fakt, že mnohé dlhoročne zabehnuté a výnosné spoločnosti majú duálnu štruktúru akcií ako napr. Google, Berkshire Hathaway, the New York Times co, Washington Post, Inc. alebo Volkswagen AG.²⁵⁰ Podstatným faktorom môže byť taktiež inovačná schopnosť spoločnosti, ktorá môže ovplyvniť hodnotu v dlhodobom horizonte. Tento záver je konzistentný so závermi z kapitol 1.3.2 a 1.4.1.3, a to že akcie s násobným hlasovacím právom majú najväčšie

²⁴⁷ DE LA BRUSLERIE, H., 2023, op.cit., bod 63.

²⁴⁸ CHEMMANUR., J., T., JIAO., Y., 2011, op. cit., s. 306.

²⁴⁹ Viz ADAMS, R., FERREIRA, D., 2007, op. cit., FERRARINI, G., 2006, op. cit. alebo GEENS, K., CLOTTENS, C., *One Share - One Vote: Fairness, Efficiency and (the Case for) EU Harmonisation Revisited* [online], 2010, [Cit. 25.3.2024], dostupné z <https://ssrn.com/abstract=1547842>.

²⁵⁰ CHEMMANUR., J., T., JIAO., Y., 2011, op. cit., s. 306.

uplatnenie v technologickom sektore. Hodnota spoločností adoptujúcich duálny systém akcií sa tak odvíja od mnohých premenných čo mnohé štúdie nereflektujú, **a preto považujem vplyv akcií s násobným hlasovacím právom na hodnotu spoločností za zaujímavý predmet budúceho výskumu, a to predovšetkým v kontexte technologického sektora a jeho špecifik.**

Považujem za dôležité upozorniť, že nie je cieľom tejto kapitoly poskytnúť definitívnu odpoveď na otázku či akcie s násobným hlasovacím právom zvyšujú alebo znižujú hodnotu spoločností. Rovnako zdôrazňujem, že jednotlivé štúdie môžu obsahovať štatistické chyby a korelácia v rozoberaných dátach nemusí implikovať kauzalitu. Na záver podotýkam, že väčšina štúdií referuje k finančným trhom a právnej úprave v USA, a preto z dôvodu regionálnych špecifik nemusia byť ich závery v plnej miere vypovedajúce v kontexte iných jurisdikcií.

1.6. Záver

Analýza akcií s násobným hlasovacím právom odhalila, že tento systém prináša zaujímavú dynamiku do prostredia akciových spoločností. Zásadným prínosom je posilnenie postavenia zakladateľov a dlhodobých investorov, čo môže viesť k podpore kvalitného a efektívneho riadenia spoločností. Táto preferencia zakladateľov a dlhodobých investorov s väčším vplyvom prispieva k ich angažovanosti a podpore dlhodobejších investičných rozhodnutí, čo je kľúčové pre stabilný rast a výkonnosť spoločností. Rovnako môže duálny systém akcií prispieť k lepšej kontrole členov volených orgánov spoločností a znížiť riziko ich oportunistického chovania a extrakcie súkromných výhod.

Adopcia duálneho systému akcií však prináša aj isté výzvy. Ochrana minoritných akcionárov sa stáva kľúčovým aspektom, keďže tento systém môže viesť k znevýhodneniu ich postavenia v rozhodovacom procese. Toto nevyvážené rozloženie moci môže viesť k možnému zneužitiu zo strany majoritných akcionárov, čím sa potenciálne môže zhoršiť kvalita rozhodnutí a zvýšiť extrakcia súkromných výhod čo môže viesť k zníženiu dôvery investorov a následne hodnoty spoločnosti. Táto problematika tak vyžaduje prijatie vhodných mechanizmov, ktorá by zabezpečila spravodlivé prostredie pre všetkých akcionárov a ochránila najviac zraniteľné skupiny. Vhodným riešením sa javí byť adopcia inštitútu nezávislých členov štatutárnych orgánov.

Dôležitým aspektom tejto problematiky sa javí byť fakt, že akcie s násobným hlasovacím právom umožňujú zakladateľom udržať si vplyv aj po *IPO*, čo im umožňuje presadiť svoju špecifickú víziu pre spoločnosť. Zároveň sa ukazuje, že vplyv akcií s násobným hlasovacím právom na hodnotu spoločnosti nie je jednoznačný a empiricky dokázaný. Rôzne štúdie poskytujú protichodné údaje, čo z tohto fenoménu robí zaujímavý a perspektívny predmet pre budúce štúdie.

Nakoniec je zrejmé, že využitie akcií s násobným hlasovacím právom je obzvlášť významné v technologickom sektore. Tento sektor ponúka prostredie, kde takýto model predstavuje pre spoločnosti významnú pridanú hodnotu a javí sa byť ideálnym nástrojom, ktorý reflektuje potreby technologických spoločností. Budúci vývoj tohto inštitútu tak zásadne môže závisieť od vývoja technologického sektora.

Napriek mnohým výzvam považujem akcie s násobným hlasovacím právom pre spoločnosti za potenciálne prospešné, a to predovšetkým ak sú riadené s ohľadom na záujmy všetkých zainteresovaných strán. Rovnováha pomer medzi posilňovaním vlastníckych práv a zachovaním spravodlivosti pre všetkých akcionárov je kľúčová pre udržateľnú a zdravú dynamiku na akciových trhoch a vo svetle súčasných trendov správy a riadenia spoločnosti. V konečnom dôsledku, preskúmanie a porozumenie tohto inštitútu je dôležité nielen pre fungovanie akciových spoločností, ale aj pre integritu a transparentnosť finančných trhov ako celku.

2. Komparatívny pohľad na akcie s násobným hlasovacím právom v členských štátoch Európskej únie

Cieľom prvej kapitoly bolo poskytnúť komplexnú analýzu inštitútu akcií s násobným hlasovacím právom a zanalyzovať, čo možno v najširšom pohľade, dopady týchto akcií na akciovú spoločnosť a jej vnútorné procesy. Mojim zámerom bolo podať čo najobjektívnejšiu analýzu, a preto som sa v prvej kapitole snažil vyhnúť prepojeniu na akúkoľvek konkrétnu jurisdikciu a platnú právnu úpravu, a verím tak, že väčšina záverov je obecné aplikovateľná. Samozrejme, nebolo to vždy možné a pri interpretácii poskytnutých záverov bude vždy nutné prihliadať k lokálnym špecifikám. Rovnako som pre úplnosť uvádzal základné poznatky *de lege lata* z českej právnej úpravy. Myslím však, že iba v prípade, že nebudeme posudzovať platnú právnu úpravu, právnu kultúru a obmedzenia konkrétnych jurisdikcií, je možné komplexne a objektívne zanalyzovať ekonomické, sociálne a právne dopady tak komplexného inštitútu. Preto považujem prvú kapitolu primárne za analýzu *de lege ferenda*, ktorá umožnila zhrnúť pozitívne aj negatívne aspekty akcií s násobným hlasovacím právom a verím, že môže poslúžiť ako východiskový bod na analýzu platnej právnej úpravy. Dúfam, že analýza z prvej kapitoly umožní komplexnejší pohľad na platné právne úpravy v jednotlivých štátoch, poskytne priestor na lepšiu interpretáciu konkrétnych ustanovení a pomôže vysvetliť motiváciu zákonodarcov, a to predovšetkým v nadväznosti na prebiehajúcu vlnu reforiem analyzovaných na ďalších stranách.

Druhá kapitola bude venovaná porovnaniu platných právnych úprav členských štátov Európskej únie. Rozhodnutie opomenúť jurisdikcie európskych i mimoeurópskych nečlenských štátov EÚ je potrebné vnímať v kontexte kapitoly 3 tejto práce. Účelom tejto kapitoly je zhrnúť súčasný vývoj právnej úpravy v členských štátoch EÚ, keďže verím, že spolu so závermi teoretickej analýzy z kapitoly 1, je tak možné poskytnúť komplexnú analýzu akcií s násobným hlasovacím právom na európskej úrovni, a to predovšetkým v kontexte možnej budúcej harmonizácie obchodného práva členských štátov, legislatívnych krokov Európskej komisie a konformity akcií s násobným hlasovacím právom s právom EÚ. Je zrejmé, že nie je možné na tomto mieste poskytnúť podrobnú analýzu právnej úpravy každého členského štátu. Nepovažujem to za účelné a nakoniec to nie je ani cieľom tejto práce. Zamieram sa tak na hlavné aspekty jednotlivých jurisdikcií a pokúsim sa z nich dovodiť súčasný trend právnej úpravy v tejto oblasti.

Ústrednou témou tejto kapitoly je preukázanie dynamiky reforiem, ktorá v poslednej dekáde prebieha v členských štátoch. Ako analyzujem na ďalších stranách tejto kapitoly, tieto reformy smerujú k postupnému opúšťaniu presadzovania princípu proporcionality hlasovacieho práva, a to predovšetkým prostredníctvom povolenia adopcie akcií s násobným hlasovacím právom a vernostných akcií. Tieto reformy dokladajú hodnotový príklon členských štátov

k prelamovaniu proporcionality hlasovacieho práva v pomere ku kapitálovej účasti a **ukazujú, že domnienky literatúry zo začiatku tohto tisícročia, ktoré predpovedali postupný hodnotový odklon od akcií s násobným hlasovacím právom boli chybné.**²⁵¹ Túto možnosť považovala za pravdepodobnú vo svojom internom dokumente aj Európska komisia, ktorá predpovedala prirodzenú konvergenciu štátov k princípu „*one share-one vote*“.²⁵²

Verím, že k pochopeniu aktuálneho právneho stavu a potenciálneho budúceho vývoja v tejto oblasti, je potrebné sa zamyslieť nad prebiehajúcou vlnou reforiem, a to predovšetkým so zameraním na ich hlavný motív tj. tlak európskej regulačnej súťaže.

Táto kapitola tak bude rozdelená na tri časti. V prvej časti by som rád zanalyzoval dynamiku regulačnej súťaže medzi členskými štátmi EÚ v oblasti práva obchodných spoločností, ktorú považujem za najdôležitejší aspekt súčasného vývoja. Následne poskytnem prehľadný sumár aktuálneho postoja jednotlivých členských štátov k možnosti vydávať akcie s násobným hlasovacím právom a záver kapitoly venujem podrobnejšiemu rozboru najvýznamnejších jurisdikcií v EÚ a štátom v ktorých v posledných rokoch došlo k významným regulačným zmenám.

2.1. Európska regulačná súťaž

V súčasnosti tvorí EÚ 27 členských štátov v ktorých sa uplatňuje odlišné národné obchodné právo častokrát založené na rôznych právnych kultúrach, tradíciách a históriách, a preto sa v mnohých prípadoch môže jednať o veľmi rozdielne právne úpravy stojace na protichodných princípoch. Na základe ZFEU, ktorá tvorí inštitucionálny základ fungovania EÚ, nepatrí obchodné právo do výlučných ani zdieľaných kompetencií EÚ. Pri bližšej analýze článkov 2.5 a 6 ZFEU dospejeme k záveru, že EÚ však má právomoc vykonávať činnosti ktorými koordinuje a dopĺňa činnosť členských štátov v oblasti obchodného práva bez toho aby nahradzovala ich kompetenciu.²⁵³ Harmonizácia národných predpisov obchodného práva je tak výsledkom uplatnenia koordinačnej právomoci EÚ, a to prostredníctvom smerníc ako harmonizačného nástroja.²⁵⁴ Ako poukazuje literatúra, forma harmonizácie v tejto oblasti má výhodu, že umožňuje prekonať rozdiely v právnych tradíciách, používať zákonodarcom ich vlastný legislatívny jazyk a v multikultúrnej a multijazykovej sfére umožňuje nájsť kompromis na

²⁵¹ Viz napr. SLÁVIKOVÁ, L., 2021, op. cit., FERRARINI, G., 2006 op. cit., GEENS, K., CLOTTENS, C., 2010, op. cit.

²⁵² EURÓPSKA KOMISIA, COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT, Impact Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies, 2007, SEC (2007) 1705, s. 23.

²⁵³ VICARI, A., 2021, op. cit., s. 8/9.

²⁵⁴ VICARI, A., 2021, op. cit., s. 8/9.

základných princípoch právnej úpravy komplikovanej a značne nejednotnej matérie.²⁵⁵ Nevýhodou harmonizácie je naopak nejednotnosť finálnej úpravy, občasné podstatné rozdiely v jurisdikciách²⁵⁶ a v určitých oblastiach obchodného práva aj harmonizačné vákuum, ktorého motívom je politická neochota členských štátov prijať harmonizáciu v politicky citlivých otázkach.²⁵⁷

Výsledkom vyššie popísaného je, že v súčasnej dobe nie je možné úplne hovoriť o „európskom obchodnom práve“ v pravom slova zmysle, nakoľko harmonizácia k sebe jednotlivé jurisdikcie iba priblížila, a to tiež iba v určitých oblastiach ako sú napr. úprava základného kapitálu, jednanie spoločnosti, povinnosť zverejňovania informácií vo verejných registroch, účtovná problematika, ponuky prebratia alebo čiastočná úprava práv akcionárov v kótovaných spoločnostiach.²⁵⁸ V mnohých jurisdikciách tak pretrvávajú významné rozdiely a určité oblasti obchodného práva nepodliehajú dokonca žiadnej harmonizácii. Jedná sa napríklad o už spomínanú oblasť *corporate governance* alebo problematiku obchodných skupín.²⁵⁹

Na tomto mieste vstupuje do hry regulačná súťaž medzi členskými štátmi na ktorú v kontexte jednotného trhu EÚ ako prví začali upozorňovať v 90. rokoch Sun a Pelkmans.²⁶⁰ Podstata regulačnej súťaže v EÚ spočíva v tom, že ak majú spoločnosti možnosť inkorporovať sa v štáte podľa vlastného výberu, vyrábať a predávať svoje výrobky v celej Únii, potom budú mať tendenciu umiestniť svoje sídlo v štátoch s najatraktívnejším podnikateľským prostredím, a nakoľko štáty potrebujú aby u nich spoločnosti podnikali (*teda poskytovali pre štát daňové príjmy a vytvárali zamestnanosť*) budú nútené vytvárať tzv. *business-friendly* právne prostredie.²⁶¹

Práve súčasný stav tj. čiastočná harmonizácia, ktorá zblížila jednotlivé právne systémy ale ktoré si súčasne ponechávajú veľkú mieru odlišností, môžeme považovať za ideály východiskový bod pre regulačnú súťaž v oblasti obchodného práva. Ako uvádza Ventrizzo „*regulačná súťaž sa môže plne rozvinúť len pri správnej rovnováhe medzi harmonizáciou a diverzifikáciou:*

²⁵⁵ WYMEERSCH, O., *Company Law in Europe and European Company Law*, Financial Law Institute Working Paper [online], 2001, roč. 2001, č. 6, [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=273876>, s. 7.

²⁵⁶ WYMEERSCH, O., 2001, op. cit., s. 7.

²⁵⁷ Príkladom, ktorý ilustruje tento problém je neschopnosť nájsť kompromisné riešenie harmonizácie v oblasti *corporate governance*. Dôvodom je odlišná právna úprava jednotlivých štátov, regulácia menovania členov štatutárneho orgánu alebo problémová úprava zamestnaneckej účasti v orgánoch spoločnosti v určitých štátoch ako Nemecko. Tieto problémy vyvrcholili neprijatím piatej smernice z dôvodu čoho táto oblasť nie je harmonizovaná do dnešných dní.

²⁵⁸ Na bližší rozbor harmonizácie jednotlivými smernicami odkazujem napr. na pojednanie vo VICARI, A., 2021, op. cit., s. 13-17.

²⁵⁹ Z rovnakých dôvodov ako popisujem v poznámke pod čiarou 220 neprišlo k prijatiu 9. smernice o obchodných skupinách.

²⁶⁰ CHALMERS, D., DAVIES, G., MONTI, G., *European Union Law*, 3rd ed., Cambridge: Cambridge UP, 2016. ISBN: 978-1-107-66434-0, s. 697.

²⁶¹ CHALMERS, D., DAVIES, G., MONTI, G., 2016, op. cit., s. 698.

konkurenčné jurisdikcie si musia byť dostatočne podobné na to, aby ich akcionári, manažéri, právnici a investori mohli porovnávať a posudzovať, ale zároveň musia mať dostatočné priestor na odlišenie svojej ponuky.“ Členské štáty tak reagujú na tržné sily a vývoj v ostatných jurisdikciách a rekonštruujú obchodné právo aby zatriaktívili svoj právny systém pre spoločnosti a predišli ich migrácii do iných členských štátov. Príkladom regulačnej súťaže je napríklad vlna znižovania minimálnej hranice základného kapitálu zo začiatku minulého desaťročia v mnohých členských štátoch zahŕňajúc Taliansko, Nemecko či Francúzsko, ktorá bola vyvolaná súťažou s flexibilnejším systémom v Spojenom Kráľovstve do ktorého reinkorporovalo svoje sídlo značný počet spoločností s kontinentálnej Európy. Ďalším príkladom je spôsob akým členské štáty využili možnosti *opt-in* formátu transpozície pravidiel obsiahnutých v Smernici o ponukách na prevzatie za účelom ochrany domácich spoločností pred zahraničným prevzatím.²⁶²

Práve z dôvodu prebiehajúcej regulačnej súťaže a snahy predísť migrácii spoločností došlo v posledných dvoch desaťročiach v mnohých členských štátoch k rade reforiem, ktorých cieľom bolo rozšíriť zmluvnú slobodu kontrolných akcionárov a manažmentu, v snahe vytvoriť atraktívnejšie podnikateľské prostredie pre spoločnosti.²⁶³ Ako ukazuje nedávna štúdia, regulačná arbitráž tj. využívanie voľnejšieho regulačného rámca, ktorý umožňuje adoptovať nástroje prelomujúce princíp proporcionality, sa pre spoločnosti radí medzi najdôležitejšie faktory pri reinkorporácii do iného členského štátu v rámci EÚ.²⁶⁴ K rovnakému záveru prichádza aj literatúra.²⁶⁵

V kontexte akcií s násobným hlasovacím právom a ich regulácii v jednotlivých členských štátoch považujem vyššie popísanú dynamiku regulačnej súťaže v oblasti obchodného práva za kľúčovú. Prínosy akcií s násobným hlasovacím právom pre spoločnosť, ktoré popisujem v kapitole 1 (*napr. ľahší prístup na kapitálové trhy z dôvodu možnosti ponechania kontroly zakladateľov nad spoločnosťou*) je treba vnímať ako podstatný faktor regulačných zmien, ktoré prebehli v posledných rokoch v mnohých členských štátoch, a ktoré relativizujú princíp proporcionality hlasovacieho práva a umožňujú jeho prelamanie. Podľa môjho názoru je dôležitým činiteľom týchto zmien už spomenuté úsilie zákonodarcov o zatriaktívnenie podnikateľského prostredia v snahe zabrániť migrácii spoločností, a to tak, že povoľujú adopciu inštitútu, ktorý spoločnostiam

²⁶² VENTORUZZO, M., *The Role of Comparative Law in Shaping Corporate Statutory Reforms* Bocconi Legal Studies Research Paper [online], 2014, [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=2289225>, s. 165.

²⁶³ VENTORUZZO, M., 2015, op. cit., s. 3.

²⁶⁴ BELCREDI, M., FAVERANZI, L., SIGNORI, A., *Reincorporations in Europe: Control Matters More Than Taxes*, <https://blogs.law.ox.ac.uk/oblb> [online], The Faculty of Law, University of Oxford, 2023 [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <https://blogs.law.ox.ac.uk/oblb/blog-post/2023/08/reincorporations-Europe-control-matters-more-taxes>.

²⁶⁵ GEENS, K., CLOTTENS, C., 2010, op. cit., s. 35.

poskytuje mnohé výhody (*akcie s násobným hlasovacím právom*). Rozboru jednotlivých reforiem v Taliansku, Nemecku a ostatných členských štátoch (*Belgicko, Luxembursko, Portugalsko, Španielsko*) sa venujem podrobnejšie v kapitolách 2.3.2. a 2.3.3.

Prebiehajúca regulačná súťaž v tejto oblasti na európskom kontinente nie je koniec koncov prekvapujúca, nakoľko obdobná súťaž prebieha v snahe prilákať významné spoločnosti aj medzi najväčšími svetovými burzami. Dobrým príkladom je NYSE, ktorá po väčšinu 20. storočia zakazovala kótovanie spoločností s duálnym systémom akcií ale v súčasnosti zažíva renesanciu akcií s násobným hlasovacím právom a pre kótovanie na NYSE sa práve z toho dôvodu rozhodli spoločnosti ako Google, Facebook alebo LinkedIn.²⁶⁶ Rozvoľnenie pravidiel pre zalistovanie spoločností s duálnou štruktúrou akcií však na NYSE prilákalo aj významné zahraničné spoločnosti. Čínsky technologický gigant Alibaba sa rozhodol pre zalistovanie na NYSE po tom, čo sa mu nepodarilo zalistovať na Hongkongskej burze, ktorá sa striktne pridržiavala pravidla „*one share-one vote*.“²⁶⁷ Z rovnakých dôvodov uprednostnil NYSE pred Singapurskou burzou futbalový klub Manchester United a komentátori naznačujú, že Singapurská burza v nadväznosti na tento vývoj prehodnocuje svoje pravidlá v tejto oblasti.²⁶⁸

Záverom ku ktorému som v rámci tejto práce dospel je, že regulačná súťaž medzi členskými štátmi EÚ je hnacou silou, ktorá v súčasnosti ovplyvňuje zásadné reformy, ktoré v tejto oblasti prebiehajú, a ktorá podľa môjho názoru, môže v budúcnosti významným spôsobom ovplyvniť európsku reguláciu v celej oblasti obchodného práva (*viz 3.1*). Na takýto efekt regulačnej súťaže upozorňovali už v roku 2010 Geens a Clottens, ktorí to uvádzali ako argument pre silnejšiu harmonizáciu zo strany EÚ a zavedenie jednotného princípu „*one share-one vote*.“²⁶⁹

Považujem však za dôležité upozorniť, že nie je cieľom tejto práce hodnotiť či táto regulačná súťaž, ktorej cieľom je zatriktívniť podnikateľské prostredie pre spoločnosti, má pozitívny alebo negatívny vplyv na kvalitu právneho prostredia v členských štátoch. Literatúra sa zhoduje, že výsledok tejto súťaže môže byť v dlhodobom horizonte pozitívny ale aj negatívny v závislosti na mnohých faktoroch. Jeden predpoklad je, že spoločnosti si prirodzene vyberú jurisdikcie s efektívnejším právnym prostredím a atraktívnymi inovatívnymi pravidlami a štáty tak budú donútené prijímať reformy, ktorými právny systém pre spoločnosti zatriktívnia a vytvorí sa tak kvalitnejšie právne prostredie na celoeurópskej úrovni (*tzv. „race to the top“*). Naopak nepriaznivá alternatíva vychádza z predpokladu, že zákonodarcovia sa budú pod tlakom regulačnej

²⁶⁶ KRAAKMAN, R., ARMOUR, J., DAVIES, P., a kol., 2017 op. cit., s. 83.

²⁶⁷ *Ibidem*, s. 83.

²⁶⁸ VENTORUZZO, M., 2015. op. cit., s. 5.

²⁶⁹ GEENS, K., CLOTTENS, C., 2010, op. cit., s. 35.

súťaže a v strachu z odlivu spoločností do zahraničia uchýľovať k reformám, ktoré budú priveľmi výhodné pre spoločnosti na úkor ochrany veriteľov, minoritných akcionárov, zákazníkov či zamestnancov a prídajú tak k celkovej degradácii právneho prostredia (tzv. „*race to the bottom*“).²⁷⁰ Práve tieto potenciálne dopady rozdeľujú názory na prípadnú silnejšiu harmonizáciu v rámci EÚ. Zástancovia harmonizácie tvrdia, že unifikovanou reguláciou predídeme prípadnému *race to the bottom* a degradácii právneho prostredia. Naopak odporcovia harmonizácie argumentujú, že harmonizácia v podstate zabije prirodzenú súťaž medzi zákonodarcami, ktorá stimuluje vývoj právnej úpravy.²⁷¹

Súčasná debata harmonizácia verzus regulačná súťaž na úrovni EÚ pripomína obdobnú diskusiu, ktorá dlhé roky rozdeľuje akademickú pôdu v USA. V tomto prípade sa jedná o vzťah federálnej a národnej legislatívy obchodných spoločností. Absencia federálnej úpravy v oblasti obchodného práva viedla k vytvoreniu významného zdroja *soft-law* – modelového zákona obchodných spoločností („*MBCA*“) vytvoreného americkou advokátskou komorou. MBCA v súčasnosti úplne alebo čiastočne transponovalo do národnej legislatívy 36 z 50 amerických štátov²⁷² ale práve v neharmonizovaných štátoch vznikli notoricky známe jurisdikcie. Napríklad Delaware, ktorý je považovaný za najinovatívnejšiu jurisdikciu s pokrokovými zákonmi a odborným súdnictvom ale rovnako aj Nevada, ktorá naopak býva označovaná za „divoký západ obchodných korporácií“ s nízkou ochranou veriteľov a protekčnými zákonmi voči spoločnostiam²⁷³. Práve fakt, že v súčasnej dobe je aj USA rozdelená takmer identicky na polovicu na harmonizované a neharmonizované jurisdikcie najlepšie poukazuje na nejasný záver tejto teoretickej diskusie o výhodách a nevýhodách nadštátnej harmonizácie.

2.2. Sumár jurisdikcií členských štátov Európskej únie

V nasledujúcej **tabuľke č. 2** sumarizujem súčasný stav právnej úpravy v majoritnej väčšine členských štátov EÚ vo vzťahu k akciám s násobným hlasovacím právom. Ako predostieram na začiatku tejto kapitoly, účelom nie je poskytnúť vyčerpávajúcu analýzu právnej úpravy každého členského štátu ale skôr zhrnúť aktuálny stav väčšiny jurisdikcií, a to predovšetkým pre účely kapitoly 3. Primárnym zdrojom informácií je štúdia OECD Corporate

²⁷⁰ K regulačnej súťaži a jej potenciálnym dopadom viz napríklad CHALMERS, D., DAVIES, G., MONTI, G., 2016 op. cit., VICARI, A., 2021, op. cit. alebo VENTORUZZO, M., 2015, op. cit.

²⁷¹ Pre bližší rozbor teoretickej debaty harmonizácia v. regulačná súťaž odkazujem na komplexné pojednanie vo CHALMERS, D., DAVIES, G., MONTI, G., 2016, op. cit., s. 698 a nasl. alebo vo VICARI, A., 2021, op. cit. s. 17 a nasl.

²⁷² Údaje k 1.1.2023 viz https://www.americanbar.org/groups/business_law/resources/model-business-corporation-act/.

²⁷³ VICARI, A., 2021, op. cit., s. 19.

Governance Factbook z roku 2023²⁷⁴, ktorá analyzuje rôzne prvky správy a riadenia spoločností v jednotlivých členských štátoch OECD a súčasné trendy v tejto oblasti. Aktuálne túto štúdiu považujem za najkomplexnejší komparatívny zdroj, ktorý sa tejto problematike venuje. (V prípade záujmu odkazujem aj na externú štúdiu, ktorú si nechala vypracovať v roku 2007 Európska Komisia v nadväznosti na legislatívne snahy presadiť princíp proporcionality ako jednotný systém v rámci EÚ, ktorá sa venuje aj úprave ostatných nástrojov prelamovania proporcionality.)²⁷⁵

Tabuľka č. 2 zhrnuje súčasný stav právnej úpravy vo vzťahu ku kótovaným akciovým spoločnostiam a navzdory tomu, že vernostné akcie nie sú predmetom skúmania tejto práce (viz kapitola 1.1), považujem za žiadúce uviesť k relevantným jurisdikciám aj túto informáciu, ktorá dokrešľuje komplexnosť predmetnej úpravy a ako uvádzam ďalej v kapitole 2.3 aj súčasný trend hodnotového odklonu od princípu proporcionality. Z dôvodu príslušnosti k vnútornému trhu EÚ a teda ich čiastočnej relevancie ku kapitole 3 uvádzam do tabuľky aj relevantné štáty EFTA, nakoľko sa na tieto štáty vzťahuje regulácia vnútorného trhu.²⁷⁶ Pre podrobnejší rozbor najvýznamnejších a reformných jurisdikcií odkazujem na nasledujúcu kapitolu.

Tabuľka 2 – Možnosť vydávať akcie s násobným hlasovacím právom

| Členský štát | Kód | Možnosť vydávať akcie s násobným hlasovacím právom kótovanými akciovými spoločnosťami. | |
|-----------------|-----|--|-----------------|
| Belgicko | BE | X | Vernostné akcie |
| Bulharsko | BG | | * |
| Česká republika | CZ | | ✓ |
| Cyprus | CY | | * |
| Dánsko | DK | | ✓ |
| Estónsko | EE | | (-) |
| Fínsko | FI | | ✓ |
| Francúzsko | FR | X | Vernostné akcie |
| Grécko | EL | X | |
| Holandsko | NL | | ✓ |
| Chorvátsko | HR | | * |
| Írsko | IE | | ✓ |
| Litva | LT | | (-) |

²⁷⁴ OECD, *OECD Corporate Governance Factbook 2023* [online], 2023, [Cit. 25. 3. 2024]. Dostupné z <https://www.oecd.org/finance/oecd-corporate-governance-factbook-31d6ea0b-en.htm>.

²⁷⁵ INSTITUTIONAL SHAREHOLDER SERVICES, SHARMAN & STERLING, EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE INSTITUTE. *Proportionality between ownership and control in EU listed companies: external study commissioned by the European Commission* [online], 2007, [Cit. 25. 3. 2024], dostupné z https://ecgi.global/sites/default/files/final_report_en.pdf.

| | | | |
|-----------------|----|-----|------------------------|
| Lotyšsko | LV | | ✓ |
| Luxembursko | LU | | ✓ |
| Maďarsko | HU | | ✓ |
| Malta | MT | | * |
| Nemecko | DE | | ✓ |
| Poľsko | PL | | ✓ |
| Portugalsko | PT | | ✓ |
| Rakúsko | AT | | X |
| Rumunsko | RO | | X |
| Slovensko | SK | | (-) |
| Slovinsko | SI | | X |
| Španielsko | ES | X | <i>Vernostné akcie</i> |
| Švédsko | SE | | ✓ |
| Taliansko | IT | X** | <i>Vernostné akcie</i> |
| EFTA | | | |
| Island | IS | | (-) |
| Lichtenštajnsko | LI | | * |
| Nórsko | NO | | ✓ |
| Švajčiarsko*** | CH | | ✓ |

X – akcie s násobným hlasovacím právom sú zakázané; ✓ - akcie s násobným hlasovacím právom sú povolené; (-) – absencia špecifického pravidla alebo odporúčanej úpravy;

* Nepodarilo sa dohľadať dáta;

** Spoločnostiam, ktoré pred zalistovaním adoptujú akcie s násobným hlasovacím právom, umožňuje talianska právna úprava ponechať si duálny systém akcií aj po zalistovaní. (*viac k talianskej úprave v kapitole 2.3.1*);

*** Švajčiarsko nie je členom Európskeho hospodárskeho priestoru, uvádzam ho pre úplnosť.

2.3. Významné jurisdikcie Európskej únie

Cieľom tejto kapitoly je v krátkosti porovnať najvýznamnejšie jurisdikcie v rámci EÚ. Výber týchto jurisdikcií je súhra viacerých faktorov. Dôležité vo vzťahu k významu jurisdikcie (*a teda aj potenciálnemu vplyvu na budúcu právnu úpravu na európskej úrovni*) bola ekonomická a politická sila jednotlivých štátov. Z ekonomického hľadiska sa jedná o štyri z piatich najväčších ekonomík v rámci EÚ podľa HDP²⁷⁷ a rovnako o štyroch najväčších prispievateľov do rozpočtu

²⁷⁷ Dáta dostupné z: https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?locations=EU&most_recent_value_desc=true.

EÚ.²⁷⁸ Z demografického hľadiska sa všetky štáty nachádzajú medzi prvými siedmymi štátmi podľa počtu obyvateľov. Dôležitým faktorom môže byť aj politický význam štátov pri tvorbe budúcej právnej regulácie.²⁷⁹ Jedná sa o politicky najvýznamnejšie štáty a rovnako o zakladajúcich členov EÚ. Z vyššie spomenutých dôvodov tak tieto jurisdikcie považujem z pohľadu európskej komparácie za najdôležitejšie (*v snahe vytvoriť si komplexný obraz o stave právnej úpravy a trendoch v rámci úpravy akcií s násobným hlasovacím právom*).

Dôležitým faktorom pri výbere taktiež bolo, že tieto štáty reprezentujú resp. historicky reprezentovali protichodné filozofie vo vzťahu k prelamovaniu proporcionality a jedná sa tak o model pre ostatné členské štáty, ktoré spadajú pod rovnaký názorový prúd. Holandsko ako liberálna jurisdikcia, ktorá ako jedna z prvých umožnila vydávanie tohto druhu akcií (*z toho dôvodu sa stala atraktívnym miestom pre inkorporáciu európskych spoločností*). Nemecko, ktoré dlhodobo reprezentovalo konzervatívny prístup a neumožňovalo prelamanie proporcionality ale uchýlilo sa k zásadnej reforme koncom roka 2023 (*viz 2.3.3*). Francúzsko, ktoré síce v priebehu 20. storočia pristúpilo k zákazu vydávania akcií s násobným hlasovacím právom ale zaviedlo populárny systém vernostných akcií, ktoré podľa môjho názoru reprezentujú istý medzistupeň medzi vyššie spomenutými hodnotovými prúdmi. Nakoniec Taliansko reprezentujúce skupinu členských štátov, ktoré v poslednom desaťročí pristúpili k zásadnej reforme akciového práva v snahe zliberalizovať ho a umožniť čiastočné prelamanie proporcionality (*a zatraktívniť tak právny systém vo svetle regulačnej súťaže*).

2.3.1. Francúzsko a vernostné akcie

Francúzske korporáčne právo prešlo v tejto oblasti historicky komplexným vývojom. Právna úprava zo začiatku 19. storočia bola veľmi liberálna a umožňovala spoločnostiam, ako ochranu pred nepriateľským prevzatím, vydávať akcie bez obmedzenia hlasovacej sily, čo sa v nasledujúcich rokoch ukázalo ako problematické keď vznikali akcie s extrémnou disproporciou hlasovacej sily v pomere ku kapitálovému riziku, čo viedlo v roku 1933 k ich zákazu.²⁸⁰ Francúzsky zákonodarca sa však aj napriek negatívnej skúsenosti nepriklonil k absolútnemu princípu proporcionality bez možnosti jeho prelomenia. Obchodní zákonník síce obsahuje východiskového pravidlo, podľa neho je hlasovacie právo proporciálne k majetkovej účasti

²⁷⁸ Amount contributed to the budget of the European Union in 2021, by member state, in: www.statista.com [online], 2022, dostupné z: <https://www.statista.com/statistics/316691/EU-budget-contributions-by-country/>.

²⁷⁹ Dobrým príkladom môže byť práve Nemecko a význam jeho národnej právnej úpravy vo veci zamestnaneckej účasti v radiaciach orgánoch spoločností, ktorá zohrala významnú úlohu pri neprijatí piatej smernice o správe a riadení akciových spoločností.

²⁸⁰ ČERNÁ, S., 2012, op. cit., s. 196.

akcionára²⁸¹ ale túto proporcionalitu je možné čiastočne prelomiť. Nástroj ktorým francúzske právo umožňuje proporcionalitu prelamovať sú akcie s dvojnásobným hlasovacím právom, ktoré však podliehajú časovému testu držby akcionára v minimálnej dĺžke dvoch rokov, a preto je podľa môjho názoru lepšie označovať ich za vernostné akcie (*viz I.1*).

Ako uvádzam na začiatku tejto práce, nepovažujem vernostné akcie za akcie s násobným hlasovacím právom v pravom slova zmysle, avšak považujem francúzsku úpravu za dôležitú v kontexte zmien v rámci európskeho korporáčného práva. Francúzsky zákonodarca v sebe akciami s dvojitým hlasovacím právom spája funkcionalitu násobných hlasovacích práv a ochranu pred dopadmi excesov v pomere medzi vneseným kapitálovým rizikom a hlasovacím právom v prípade neexistujúceho alebo príliš liberálneho stropu hlasov spojených s akciou. Z môjho pohľadu sa tak jedná o určitý medzistupeň medzi úplným zákazom prelamovania proporcionality (*napr. Nemecko do roku 2024*) a možnosťou takmer neobmedzene proporcionalitu prelamovať (*napr. Česká republika a Holandsko*).

Význam francúzskej úpravy je podľa môjho názoru dôležitý predovšetkým v nadväznosti na očividnú tendenciu členských štátov EÚ opúšťať pod vplyvom regulačnej súťaže absolútny princíp proporcionality smerom k liberálnejšej úprave. Ako analyzujem v nasledujúcom bode 2.3.2 vyzerá to tak, že práve štáty, ktoré sa uchýlia k tejto reforme a pripustia prelamanie princípu proporcionality, majú tendenciu adoptovať skôr francúzsky systém dvojitých akcií (*ako to robia napr. Taliansko, Belgicko, Luxembursko či Španielsko*) a nie priamo systém akcií s násobným hlasovacím právom. Jedno z možných vysvetlení je opatrnosť zákonodarcov pri odklone od princípu proporcionality, keďže zavedenie vernostných akcií predstavuje menej invazívnu zmenu v právnom systéme a eliminuje tak prípadný vznik excesov v prelamaní proporcionality v systéme, ktorý na to historicky nie je zvyknutý. Ďalší vývoj týchto jurisdikcií a ich možnú pokračujúcu liberalizáciu vo vzťahu k prelamaniu proporcionality tj. zavedenie akcií s násobným hlasovacím právom, považujem za zaujímavú výskumnú oblasť do budúcnosti. Na základe informácií uvedených v tejto kapitole považujem osobne túto pokračujúcu liberalizáciu za pravdepodobnú, a to z dôvodu rastúcej konkurencie jurisdikcií, ktoré dovoľujú vydávanie akcií s násobným hlasovacím právom. Pod tlakom liberálnejších jurisdikcií nemusia byť tieto čiastočné reformy dostatočné na udržanie atraktivity právnej úpravy pre domáce (*a zahraničné*) spoločnosti. Čiastočne to dokazujú aj prípady Francúzska a Talianska.

Francúzsko dlhodobo profitovalo z úpravy vernostných akcií, a to najmä v časoch kedy bolo vo väčšine štátov prelamanie proporcionality zakázané, avšak v rastúcej konkurenčnej

²⁸¹ SLÁVIKOVÁ, L., 2021, op. cit., s. 73.

atmosfére v EÚ sa tento právny stav nezdá byť dostatočne atraktívny, aby mohol čeliť konkurencii iných právnych noriem a trhov.²⁸² Francúzsky *think-tank* HCPJ poukazuje na to, že voľná reinkorporácia spoločností v rámci EÚ pri zlučovaní európskych spoločností predstavuje riziko a dodáva, že v súčasnosti existujú účinné možnosti ako obísť francúzske obmedzujúce pravidlá zakazujúce viacnásobné hlasovacie práva v kótovaných spoločnostiach.²⁸³ Rovnako aj Európska komisia v návrhu smernice o akciových štruktúrach s viacnásobnými hlasovacími právami pre *SMEs* uvádza, že vernostné akcie ako alternatívna k akciám s násobným hlasovacím právom sú určené najmä na podporu dlhodobého vlastníctva, a nie k získavaniu finančných prostriedkov od verejnosti, a preto ich zakladatelia spoločností považujú za menej atraktívne.²⁸⁴ Empirické dôkazy, ktorými disponuje Európska komisia ďalej potvrdzujú, že po zavedení vernostných akcií sa v členských štátoch nezvyšuje počet spoločností, ktoré sa rozhodnú pre kótovanie²⁸⁵, čo môže v prebiehajúcej súťaži o zatraktívnenie domácich kapitálových trhov znamenať nevýhodu pre členské štáty, ktoré umožňujú vydávanie „iba“ vernostných akcií.

Prípád Talianska je ešte zaujímavejší, nakoľko aj po reforme z roku 2014 nedošlo k zvráteniu masívnej migrácie spoločností do zahraničia a v súčasnosti je pred schválením reforma, ktorá zavedie do právneho systému akcie s násobným hlasovacím právom (*viz* 2.3.2).

2.3.2. Taliansko a reformné jurisdikcie

V rámci tejto kapitoly analyzujem právnu úpravu v Taliansku v nadväznosti na prijatú reformu akciového práva, ktorú je možno považovať za prvú významnú reformu v dominovom efekte vyvolanom regulačnou súťažou a následne v krátkosti sumarizujem aj nadväzujúce reformy v ostatných členských štátoch.

Právna úprava akcií, ktoré prelamujú princíp proporcionality doznela v posledných rokoch v Taliansku významných zmien. V roku 2014 taliansky zákonodarca prelomil dlhoročné tabu v oblasti korporačného práva a povolil adopciu akcií s násobným hlasovacím právom a vernostných akcií. Táto reforma je obzvlášť zaujímavá, nakoľko talianske korporačné dlhodobo hodnotovo stavalo na princípe proporcionality a ako poukazuje Ventoruzzo táto zásadná reforma v jednej z najväčších ekonomík EÚ je následkom už spomínanej regulačnej súťaže členských štátov (*viz* 2.1) a dokladá celoeurópsky trend smerujúci k väčšej flexibilitate a zmluvnej slobode

²⁸² DE LA BRUSLERIE, H., 2023, op. cit., bod 14.

²⁸³ *Ibidem*, bod. 14.

²⁸⁴ Návrh SMERNICE EURÓPSKEHO PARLAMENTU A RADY o akciových štruktúrach s viacnásobnými hlasovacími právami v spoločnostiach, ktoré sa uchádzajú o prijatie svojich akcií na obchodovanie na rastovom trhu MSP, 2022, COM (2022) 761 final, s. 3.

²⁸⁵ Návrh smernice o SMEs, 2022, op. cit., s. 3.

v oblasti korporáčného práva.²⁸⁶ Môžeme tvrdiť, že sa jedná o hodnotový návrat ku koreňom, nakoľko talianske obchodné zákonníky z roku 1865 aj 1882 adopciu takýchto akcií umožňovali a k ich zákazu, ktorý pretrval až do roku 2014, prišlo po intenzívnej debata až v roku 1942.²⁸⁷

Reforma zaviedla pre nekótované spoločnosti možnosť vydávať akcie s násobným hlasovacím právom s limitom trojnásobku hlasov (*Art. 2351 al. 4 C. Civ. Ital.*). Zákonodarca tak umožňuje prelamovať princíp proporcionality ale stanovuje pomerne prísny limit maximálneho násobku, ktorý znižuje disproporciu medzi hlasovacím právom akcionára a vnesením kapitálovým rizikom.

Pre kótované spoločnosti reforma túto možnosť nezavádza. Umožňuje im však vydávať vernostné akcie za obdobných podmienok ako právna úprava umožňuje vo Francúzsku tj. dvojnásobok hlasov priznaný po splnení 2 ročného časového testu (*Art. 127-quinquies TUF*). Vo vzťahu ku kótovaným spoločnostiam však môže byť zaujímavá aj úprava akcií s násobným hlasovacím právom. Ak totižto nekótovaná spoločnosť adoptuje akcie s násobným hlasovacím právom pred *IPO* môže si ich podľa talianskej právnej úpravy ponechať aj po zalistovaní a následne využívať ich výhody, nakoľko sa investori môžu prostredníctvom prospektu informovať o akciovej štruktúre, čím je podľa zákonodarcu dosiahnutá ich dostatočná ochrana.²⁸⁸

Motiváciou týchto reforiem bolo vytvoriť atraktívnejšiu právnu úpravu pre spoločnosti, keďže práve z dôvodu regulačnej súťaže (*a liberálnej právnej úpravy akcií pre spoločnosti v Holandsku*) prišlo Taliansko o jednu zo svojich najvyznamenanejších spoločností. Fiat Chrysler Automobiles²⁸⁹ sa v roku 2014 reinkorporoval do Holandska s cieľom využiť výhodný systém akcií s násobným hlasovacím právom (*viac k holandskej právnej úprave v 2.3.4*). Nejednalo sa však o prvý presun významnej talianskej spoločnosti do Holandska.²⁹⁰ Pri bližšej analýze dát pochopíme motiváciu tejto reformy. Až 42 % všetkých spoločností, ktoré sa v období 2000-2021 reinkorporovali v rámci EÚ (*s tržnou kapitalizáciou nad 1 miliardu EUR*) pochádza z Talianska²⁹¹ (*naopak ako absolútny víťaz tejto súťaže vychádza Holandsko viz 2.3.4*), čo znamená pre štát významnú ekonomickú stratu.

²⁸⁶ VENTORUZZO, M., 2015, op. cit., s. 3.

²⁸⁷ *Ibidem*, s. 1.

²⁸⁸ *Ibidem*, s. 16.

²⁸⁹ Nadnárodný automobilový koncern s obrátom cez 100 miliárd EUR (2019) do ktorého patria svetoznáme značky ako Fiat, Ferrari, Alfa Romeo, Lancia, Jeep či Chrysler. V roku 2021 došlo v rámci jednej z najväčších fúzií v automobilovom priemysle k jeho zlúčeniu s PSA Group do nového koncernu Stellantis.

²⁹⁰ Presunu Fiat Chrysler predchádzala napr. fúzia CNH Global NV a Fiat Industrial S.p.A. viz VICARI, A., 2021, op. cit., s. 114.

²⁹¹ BELCREDI, M., FAVERANZI, L., SIGNORI, A., 2023, op. cit.

Príbeh talianskych reforiem sa tu však nekončí. Napriek reforme z roku 2014 a čiastočnému prelomeniu princípu proporcionality, neprišlo k dostatočnému zatraktívneniu talianskej jurisdikcie pre domáce spoločnosti do takej miery aby zabránila migrácií spoločností z Talianska. V roku 2020 došlo k reinkorporácii ďalšej významnej talianskej spoločnosti do Holandska, a to Campari S.p.A, svetoznámeho výrobcu destilátov. Dôvody objasňuje tlačová správa Campari: „*Zo strategického hľadiska má Campari prostredníctvom presunu sídla do Holandska a súčasného zavedenia rozšíreného mechanizmu hlasovacích práv v porovnaní so súčasným mechanizmom dvojitých hlasovacích práv, ktorý už spoločnosť prijala (voto maggiorato), v úmysle sledovať tieto ciele: (i) prijatie flexibilnej štruktúry akciového kapitálu...*“ Campari nasledovala v roku 2023 taktiež významná technologická spoločnosť Brembo.²⁹²

Práve tieto a ďalšie odchody talianskych spoločností donútili talianskeho zákonodarcu konať. V roku 2023 talianska vláda predložila do parlamentu návrh zákona, ktorý má zaviesť pre kótované spoločnosti možnosť adoptovať akcie s násobným hlasovacím právom v pomere až 1:10.²⁹³ Jedná sa o súčasť väčšieho balíčka opatrení, ktoré majú za cieľ predísť ďalšiemu odchodu prominentných talianskych spoločností do zahraničia. V súčasnosti sa návrh zákona vracia do tretieho čítania v senáte po schválení poslaneckou snemovňou a jeho prijatie sa očakáva v priebehu roku 2024.²⁹⁴ Ako uvádza spravodajca zákona Francesco Fillini: „*okrem toho, že tento zákon priláka investície do našej krajiny, dáva tiež historickým spoločnostiam a značkám, ktoré v priebehu rokov presunuli svoje sídla do zahraničia, možnosť vrátiť sa späť, pretože tu môžu mať aj tieto záruky proti nepriateľskému prevzatíu.*“²⁹⁵ V prípade schválenia zákona v súčasnom znení by sa tak Taliansko po vzore Nemecka zaradilo k štátom, ktoré hodnotovo opustia príklon k princípu proporcionality a v snahe zatraktívniť svoju jurisdikciu dovoľia úplné prelamanie proporcionality.²⁹⁶ Podľa môjho názoru sa môže jednať o predzvesť ďalších reforiem v členských štátoch v nadväznosti na regulačnú súťaž v oblasti akcií prelamujúcich princíp proporcionality.

²⁹² BELCREDI, M., FAVERANZI, L., SIGNORI, A., 2023, op. cit.

²⁹³ FONTE, G., *Italy to boost multiple-vote shares to support Milan bourse, sources say*, in: [www.reuters.com](https://www.reuters.com/markets/Europe/italy-boost-multiple-vote-shares-support-milan-bourse-sources-say-2023-03-09/) [online], 2023, [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <https://www.reuters.com/markets/Europe/italy-boost-multiple-vote-shares-support-milan-bourse-sources-say-2023-03-09/> alebo PUPO., C., E. *Dieci voti per azione: perché potrebbe essere utile*, www.lavoce.info [online], 2023, [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <https://lavoce.info/archives/101206/dieci-voti-per-azione-perche-potrebbe-essere-utile-2/>.

²⁹⁴ *Dalla lista del Cda al voto multiplo, ok della Camera al ddl capitali*, in: www.ilsole24ore.com [online], 2024, [Cit. 25.3.2024], dostupné z <https://www.ilsole24ore.com/art/dalla-lista-cda-voto-multiplo-ok-camera-ddl-capitali-AF5Hd3bC>.

²⁹⁵ *Dalla lista del Cda al voto multiplo, ok della Camera al ddl capitali*, 2024, op. cit.

²⁹⁶ Pre bližší rozbor tejto reformy odkazujem napr. na GHEZZI, F., MOSCA, CH., PASSADOR, M.L., *Rereading the „One Share, One Vote“ Principle: Is it Also a Matter of Competition?* *Bocconi Legal Studies Research Paper No. 4067796* [online], 2022, č. 4067799, [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=4067796>.

Napriek tomu, že sa im samostatne nevenujem, túto domnienku dokazujú aj reformy v Luxembursku a Belgicku, ktoré časovo nadväzovali na tú taliansku. Oba štáty sa čiastočne hodnotovo odklonili od princípu proporcionality a hoci nepovolili vydávanie akcií s násobným hlasovacím právom, umožnili po vzore Francúzska vydávať vernostné akcie s dvojnásobkom hlasov po dodržaní časového testu.²⁹⁷ Luxembursko tieto zmeny prijalo v roku 2016 a Belgicko prijatím nového zákona o spoločnostiach účinného od roku 2019.²⁹⁸ (*Toto rozvoľnenie princípu proporcionality v Belgicku a Luxembursku sa zatiaľ týka iba nekótovaných spoločností*).

V roku 2021 sa po vzore ostatných členských štátov rozhodlo pre reformu aj Španielsko a povolilo čiastočné prelamanie proporcionality. Kótované spoločnosti tak majú v súčasnosti po vzore francúzskej úpravy možnosť vydávať vernostné akcie s dvojitou váhou hlasu.²⁹⁹ K zásadnej reforme prišlo v priebehu roka 2022 aj v Portugalsku, ktoré historicky patrilo do názorového prúdu Nemecka tj. platil úplný zákaz prelamovania princípu proporcionality. V roku 2022 však portugalský zákonodarca zaviedol pre kótované spoločnosti možnosť adoptovať akcie s násobným hlasovacím právom až v pomere 1:5.³⁰⁰ Naratív zostáva rovnaký. Podľa vyjadrenia portugalskej komisie pre trh s cennými papiermi je: „Cieľom zavedenia akcií s viacnásobným hlasovacím právom v kótovaných spoločnostiach bolo „uspokojiť potreby spoločností a investorov posilnením konkurencieschopnosti a rozvoja portugalského kapitálového trhu“ a očakáva sa, že toto opatrenie podporí väčšiu atraktivitu tohto trhu.“³⁰¹ Najvýznamnejšou reformou je však podľa môjho názoru reforma v Nemecku, ktorej sa samostatne venujem na nasledujúcich stranách.

2.3.3. Nemecko

Nemecko je možno historicky považovať za najvýznamnejšiu jurisdikciu v rámci EÚ, ktorá uplatňovala vo vzťahu k prelamaniu princípu proporcionality konzervatívny prístup. Nemecký zákonodarca bol dlhodobo zástancom pre účely tejto práce tzv. „absolútneho princípu proporcionality“ tj. neumožňoval prelomiť proporcionalitu medzi vnesením kapitálovým rizikom a hlasovacím právom akciami s násobným hlasovacím právom ani čiastočne formou vernostných akcií. Nemecko sa k tomuto hodnotovému smeru priklonilo, rovnako ako Francúzsko, v priebehu 20. storočia po negatívnych skúsenostiach so zneužívaním týchto akcií, ktoré boli používané ako

²⁹⁷ SLÁVIKOVÁ, L., 2021, op. cit., s. 73.

²⁹⁸ SLÁVIKOVÁ, L., 2021, op. cit., s. 73.

²⁹⁹ OECD, 2023, op. cit., s. 98.

³⁰⁰ CARREIRO, S., DA SILVA, C., *The regime of multiple voting shares in the new Portuguese Securities Code*, in: www.servulo.com [online], 2022, [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <https://www.servulo.com/en/knowledge/The-regime-of-multiple-voting-shares-in-the-new-Portuguese-Securities-Code/7922/>.

³⁰¹ CARREIRO, S., DA SILVA, C., 2022, op. cit.

nástroj ochrany pred zahraničnými investormi v snahe zabrániť prechodu kapitálu do zahraničného vlastníctva.³⁰²

Nemecký zákonodarca sa však po vzore ostatných reformných štátov v rámci EÚ odhodlal pre historickú reformu vo vzťahu k prelamovaniu proporcionality, a to zákonom o budúcom financovaní (*Zukunftsfinanzierungsgesetz*), ktorého hlavným cieľom je posilniť výkonnosť nemeckých kapitálových trhov a zatriktívniť Nemecko ako finančné centrum pre národné aj zahraničné spoločnosti.³⁰³ S účinnosťou od 15.12.2023 tak nemecká právna úprava opätovne, takmer po štvrtstoročí povoľuje, adopciu akcií s násobným hlasovacím právom (§ 12 odst. 1 *AktG*). Zákon zároveň stanovuje maximálny limit hlasovacích práv spojených s akciou, a to pomerne liberálne až na desaťnásobok hlasovacích práv (§ 135a odst. 1 *AktG*). Vo vzťahu ku kótovaným spoločnostiam však zákonodarca uplatňuje konzervatívnejší prístup, a stanovuje, že násobné hlasovacie práva zanikajú prevodom akcie (tj. vytvára z nich v podstate vernostné akcie bez časového testu) alebo uplynutím maximálne desiatich rokov od kótovania spoločnosti na burze (§ 135a odst. 2 *AktG*).³⁰⁴ Zaujímavé je, že sa nejedná o priamy následok snáh Európskej komisie umožniť adopciu akcií s násobným hlasovacím právom *SMEs* (čomu sa bližšie venujem v kapitole 3.1.2.). Nemecká reforma totiž umožňuje adopciu týchto akcií pre všetky typy spoločností, a to nezávisle na ich veľkosti.

Cieľom tejto zásadnej reformy bolo odradiť nemecké startupy a akciové spoločnosti, ktoré zvažujú *IPO* od výberu inej európskej jurisdikcie³⁰⁵ a *de facto* zabrániť migrácii spoločností do zahraničia. Vo vzťahu k nemeckej reforme upozorňujem na závery z kapitoly 1.4.1.4, a to, že jeden z najväčších pozitív akcií s násobným hlasovacím právom je ochrana spoločností, ktoré sa rozhodnú pre kótovanie na akciových trhoch, pred nepriateľským prevzatím. Je očividné, že cieľom tejto reformy je dosiahnuť udržanie nemeckých spoločností pod kontrolou ich (nemeckých) zakladateľov a zabrániť odlivu kapitálu do zahraničia. Objavujú sa však názory, že táto reforma nemusí byť dostačujúca, nakoľko nemecké spoločnosti nemusia v tejto úprave vidieť dostatočnú flexibilitu a budú pokračovať vo voľbe zahraničných korporáčnych foriem ako napríklad

³⁰² ČERNÁ, S., 2012, op. cit., s. 197.

³⁰³ STEFFEN CARL, P., *The future financing act – additional options for structuring capital measures and governance*, in: www.gleisslutz.com/en [online], 2023, [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <https://www.gleisslutz.com/en/news-events/know-how/future-financing-act-additional-options-structuring-capital-measures-and-governance>.

³⁰⁴ Táto lehota môže byť predĺžená o ďalších 10 rokov. Prijatie tohto uznesenia však vyžaduje 75% väčšiny na valnej hromade spoločnosti (kapitálu nie hlasovacích práv). V praxi to znamená, že akcionári, ktorí držia akcie s násobným hlasovacím právom potrebujú na prijatie tohto rozhodnutia súčinnosť ostatných akcionárov.

³⁰⁵ Viz STEFFEN CARL, P., op. cit. alebo SCHLOTE, A., German Bundestag passes the Future Financing Act (ZuFinG), in: www.twobirds.com/en [online], 2023, [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <https://www.twobirds.com/en/insights/2023/germany/german-bundestag-passes-the-future-financing-act>.

holandská N.V.³⁰⁶ (v minulosti túto voľbu učinili významné nemecké spoločnosti ako Trivago alebo Liliu).

Reforma nemeckého akciového práva svojim významom ďaleko prekonáva reformy, ktoré spomínam vyššie. Nemecko má ako najsilnejšia ekonomika EÚ (a možno aj politicky najvýznamnejší členský štát) obrovský vplyv aj na právnu reguláciu a prijatie budúcich politik. Význam reformy podľa môjho názoru zvyrazňuje aj fakt, že sa historicky jednalo o hodnotového odporcu prelamovania princípu proporcionality, avšak prebiehajúca regulačná súťaž a vlna reforiem naprieč európskymi štátmi donútila k zmene hodnotového nastavenia aj Nemecko, a to v snahe zabrániť odlivu spoločností do liberálnejších jurisdikcií a tak povediac „nezaspať dobu.“ **Práve nemecká reforma podľa môjho názoru definitívne potvrdzuje nespochybniteľný trend medzi členskými štátmi EÚ, a to je postupný hodnotový odklon od princípu proporcionality a prijatie viac či menej otvoreného postoja k prelamovaniu proporcionality.**

Po reformách v poslednej dekáde, ktoré spomínam vyššie, sa právna úprava postavená na princípe proporcionality bez možnosti jeho prelomenia stala v podstate menšinovým hodnotovým prúdom. Netreba však opomínať fakt, že aktuálne tento hodnotový prúd stále reprezentujú určité štáty ako napríklad Rakúsko, Rumunsko, Slovinsko³⁰⁷ či Grécko.³⁰⁸ Otázkou do budúcnosti zostáva či nebudú aj tieto štáty pod tlakom regulačnej súťaže donútené tento hodnotový postoj nadobro opustiť.

2.3.4. Holandsko

Holandské právo dlhodobo umožňuje prelamovanie proporcionality hlasovacieho práva (a adopciu akcií s násobným hlasovacím právom) a v rámci členských štátov EÚ má v tejto oblasti takpovediac pioniersky prístup, čím potvrdzuje svoj status liberálnej jurisdikcie, ktorá je pre európske akciové spoločnosti veľmi atraktívna.³⁰⁹ Holandská korporáčna forma N.V. (*naamloze vennootschap*) sa stala medzi európskymi spoločnosťami populárnou a v spojitosti s benevolentnou právnou úpravou voči spoločnostiam viedla k reinkorporácii významných európskych spoločností do Holandska.³¹⁰ V období medzi rokmi 2000-2021 došlo v rámci EÚ k

³⁰⁶ MARCOGLIESE, P., VON BULOW, D., *Back to the future: Expected resurrection of multiple-vote share structures in Germany*, in: www.freshfields.com [online], 2023, [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <https://transactions.freshfields.com/post/102igwz/back-to-the-future-expected-resurrection-of-multiple-vote-share-structures-in-ge>.

³⁰⁷ VICARI, A., 2021, op. cit., s. 113.

³⁰⁸ OECD, 2023, op. cit.

³⁰⁹ VICARI, A., 2021, op. cit., s. 112.

³¹⁰ Ako uvádzam vyššie v práci jedná sa napríklad o spoločnosti Fiat-Chrysler, Campari, Brembo, Trivago a ďalšie.

reinkorporácii 31 spoločností s trhovou kapitalizáciou nad 1 miliardu EUR, z ktorých sa až závažných 61% reinkorpovalo do Holandska.³¹¹ Je teda zrejmé, že do dnešného dňa je Holandsko absolútnym víťazom európskej regulačnej súťaže. Práve atraktivita holandského akciového práva dlhodobo znepokojuje z dôvodu migrácie spoločností ostatné členské štáty³¹² a ozývajú sa hlasy o možnej neférovej súťaži zo strany holandského zákonodarcu a potenciálnom vzniku európskej super-jurisdikcie, prirovnávajúc ju k Delaware vo vzťahu ku korporačnému právu USA.³¹³

Holandskú právnu úpravu je tak možné po práve možno považovať za jeden zo spúšťačov európskej regulačnej súťaže, ktorá vyvolala dominový efekt vyššie popisovaných reforiem. Ostatné členské štáty EÚ sú si vedomé nebezpečenstva, ktoré tento fenomén predstavuje a sú nútené na novú dynamiku v oblasti akciového práva reagovať a (*možno proti svojej vôli*) opúšťať hodnotový príklon k princípu proporcionality.

2.4. Záver

Analýza súčasnej právnej úpravy akcií s násobným hlasovacím právom v členských štátoch v EÚ vedie k jednoznačnému záveru. Napriek plánom Európskej komisie, ktorá začiatkom tohto tisícročia plánovala zavedenie princípu proporcionality ako východiskovej právne úpravy a predpokladala postupný zánik tohto nástroja, sa zdá, že členské štáty sa v poslednom desaťročí naopak hodnotovo od princípu proporcionality odkláňajú. Čiastočná harmonizácia obchodného práva na európskej úrovni vytvorila ideálne predpoklady pre vznik regulačnej súťaže pod tlakom ktorej dochádza k odlivu spoločností z konzervatívnejších jurisdikcií do jurisdikcií, ktoré zaujímajú liberálnejší postoj k mechanizmom prelamiujúcich proporcionality hlasovacieho práva. Zatiaľ čo začiatkom tohto tisícročia bolo možné tvrdiť, že hodnotový prúd založený na princípe proporcionality bol medzi členskými štátmi väčšinový, v súčasnosti ostáva len malá hrstka štátov, ktoré neumožňujú žiadnym nástrojom prelamovať princíp proporcionality, a môžeme ich tak označiť za zástancov systému „*one share-one vote*.“

Ukazuje sa, že súčasný vývoj priamo popiera hodnotový posun, ktorý v Európe prebiehal na prelome tisícročí. Začiatok tohto tisícročia sa totižto niesol v znamení odklonu od možnosti vydávať akcie s násobným hlasovacím právom. Začiatkom 90. rokov umožňovala ich vydávanie až polovica členských štátov, naproti tomu v roku 2004 tento počet klesol až o polovicu iba na tretinu členských štátov.³¹⁴ Vlna reforiem popierajúca tento vývoj nabrala na obrátkach

³¹¹ BELCREDI, M., FAVERANZI, L., SIGNORI, A., 2023, op. cit.

³¹² DE LA BRUSLERIE, H., 2023, op. cit., bod 14.

³¹³ BELCREDI, M., FAVERANZI, L., SIGNORI, A., 2023, op. cit.

³¹⁴ FERRARINI, G., 2006, op. cit., s. 22.

predovšetkým v posledných jednotkách rokov, a to predovšetkým v snahe o zatraktívnenie podnikateľského prostredia a kapitálových trhov. Ukazuje sa, že sloboda usadzovania, ktorá dopadá aj na obchodné spoločnosti priniesla do regulačnej súťaže novú dynamiku a aj historicky konzervatívne jurisdikcie sú pod ekonomickým tlakom nútené ustupovať zo svojich hodnotových pozícií.

Napriek absencii európskej harmonizácii v oblasti akcií sa zdá, že v budúcnosti môže prísť na základe tržných mechanizmov a tlaku regulačnej súťaže k dosiahnutiu pomerne jednotnej právne úpravy, ktorá bude dovoliť adopciu akcií, ktoré budú aspoň čiastočne (*vernostné akcie*) alebo úplne (*akcie s násobným hlasovacím právom*) prelomovať princíp proporcionality hlasovacieho práva. Regulačná súťaž tak čiastočne môže nahradiť harmonizáciu zo strany EÚ, ktorú niektorí autori považujú za príliš nsmelú na to, aby viedla k skutočnému spoločnému trhu.³¹⁵ Budúci vývoj v tejto oblasti považujem za zaujímavú výskumnú oblasť.

Zároveň považujem závery tejto kapitoly za významné vo vzťahu ku kapitole 3, nakoľko prípadné pozitívne kolektívne hodnotové nastavenie väčšiny členských štátov k prelamovaniu princípu proporcionality hlasovacieho práva môže viesť k politickej vôli prijať spoločnú európsku reguláciu v tejto oblasti. Takéto pozitívne kolektívne nastavenie členských štátov môže hrať významnú rolu aj vo vzťahu k prípadnému prieskumu akcií s násobným hlasovacím právom pre ich nesúlady s právom EÚ zo strany SDEU (*táto problematika tvorí poslednú výskumnú otázku tejto práce, ktorej sa venujem v závere kapitoly 3*).

³¹⁵ VENTORUZZO, M., 2015, op. cit., s. 17.

3. Postavenie akcií s násobným hlasovacím právom v Európskej únii a vo svetle judikatúry SDEU

Poslednú kapitolu tejto práce venujem úprave akcií s násobným hlasovacím právom na úrovni EÚ. V nadväznosti na teoretickú analýzu vlastností akcií s násobným hlasovacím právom v kapitole 1 a rozbor súčasného vývoja právnej úpravy v jednotlivých členských štátoch v kapitole 2, považujem túto kapitolu za kľúčovú pre dokreslenie celkového obrazu aktuálneho prístupu k tomuto rozporuplnému právnemu inštitútu. Vzhľadom na posilňujúcu európsku harmonizáciu nie len v oblasti obchodného práva, považujem úvahy *de lege ferenda* z kapitoly 1 a závery z kapitoly 2 o súčasnej vlne odklonu členských štátov od princípu proporcionality (*pod tlakom regulačnej súťaže*) za zmysluplné predovšetkým vo vzťahu k potenciálnej budúcej celoeurópskej regulácii. Práve kvôli záverom z kapitoly 2 považujem v blízkej budúcnosti prijatie celoeurópskej regulácie, ktorá by umožňovala spoločnostiam adoptovať akcie s násobným hlasovacím právom za pravdepodobnejšie ako začiatkom tohto tisícročia, a to z dôvodu prebiehajúceho zjednocovania princípov právnej regulácie pod tlakom regulačnej súťaže. Tento predpoklad koniec koncov najlepšie dokladá aktuálny návrh smernice o akciových štruktúrach s viacnásobnými hlasovacími právami pre *SMEs*, ktorému sa bližšie venujem v bode 3.1.2.

Z vyššie popísaných dôvodov by som chcel túto kapitolu venovať rozboru aktuálneho prístupu EÚ k akciám s násobným hlasovacím právom a zhodnotiť tak budúci vývoj tohto inštitútu na celoeurópskej úrovni, a to predovšetkým z dôvodu známeho hodnotového nastavenie Európskej komisie zo začiatku tohto tisícročia, kedy bola hlasitým zástancom princípu „*one share-one vote*“ a snažila sa o jeho regulačné presadenie.

Táto kapitola tak bude rozdelená na 2 časti. V prvej časti sa venujem analýze spoločnej únijnej právnej úprave, regulačným snahám EÚ v oblasti akcií s násobným hlasovacím právom a hodnotovému nastaveniu EÚ v tejto oblasti. Následne v druhej časti analyzujem súlad akcií s násobným hlasovacím právom s právom EÚ a potenciálny zákaz tohto inštitútu zo strany SDEU, a to vo vzťahu k čl. 49³¹⁶ a 56³¹⁷ ZFEU na základe predchádzajúcej judikatúry SDEU vo veciach „*Golden shares*“ a „*Sector specific provisions*.“

³¹⁶ „V rámci nasledujúcich ustanovení sa zakazujú obmedzenia slobody usadiť sa štátnych príslušníkov jedného členského štátu na území iného členského štátu. Zakazujú sa aj obmedzenia, ktoré sa týkajú zakladania obchodných zastúpení, organizačných zložiek a dcérskych spoločností štátnymi príslušníkmi jedného členského štátu na území iného členského štátu.“

Sloboda usadiť sa zahŕňa aj právo zahájiť a vykonávať samostatnú zárobkovú činnosť, založiť a viesť podniky, najmä spoločnosti v zmysle druhého pododseku článku 54, za podmienok stanovených pre vlastných štátnych príslušníkov právom štátu, v ktorom dochádza k usadeniu sa, pokiaľ ustanovenia kapitoly o pohybe kapitálu nestanovujú inak“

³¹⁷ „V rámci nasledujúcich ustanovení sú zakázané obmedzenia slobody poskytovať služby v Únii vo vzťahu k štátnym príslušníkom členských štátov, ktorí sa usadili v niektorom inom členskom štáte ako príjemca služieb...“

3.1. Regulácia akcií s násobným hlasovacím právom na úrovni Európskej únie

Priznávam, že názov tejto kapitoly môže byť mierne zavádzajúci, a to z dôvodu, že historicky ani v súčasnosti neexistuje žiadna univerzálna únijská regulácia akcií s násobným hlasovacím právom. Dokonca neexistuje ani únijská regulácia, ktorá by obecnou upravou umožňovala možnosť vydávať rôzne druhy akcií so špeciálnymi právami.³¹⁸ Akciové štruktúry s viacnásobnými hlasovacími právami sú v súčasnosti regulované výhradne na vnútroštátnej úrovni.³¹⁹ Napriek tomu bola EÚ resp. Európska komisia historicky dôležitým subjektom, ktorý sa snažil ovplyvniť reguláciu v tejto oblasti, a začiatkom tohto tisícročia mala snahu zakotviť princíp proporcionality ako východiskové pravidlo minimálne pre kótované akciové spoločnosti v EÚ.³²⁰

Práve analýza regulačných snáh Európskej komisie v oblasti hlasovacích práv spojených s akciami a ich postupný vývoj, podľa môjho názoru najlepšie dokumentuje hodnotový posun, ktorý v posledných dvoch dekádach v tejto oblasti nastal, a to smerom k normalizácii prelamovania proporcionality hlasovacieho práva na európskom kontinente, a preto v ďalšej kapitole poskytujem krátky chronologický prehľad tohto vývoja.

3.1.1. Historické snahy Európskej únie o reguláciu nástrojov prelamujúcich proporcionality hlasovacieho práva

Korene myšlienky regulácie tejto oblasti siahajú až do 90. rokov minulého storočia kedy Európska komisia identifikovala absenciu proporcionality medzi hlasovacím právom a vneseným kapitálovým vkladom akcionára v európskych spoločnostiach ako prekážku v rámci prebratí a snažila sa presadiť princíp proporcionality v rámci návrhu tzv. Piatej smernice,³²¹ ktorá však z politických dôvodov nikdy nebola prijatá.³²²

Okolo roku 2003 je možné pozorovať ďalšie náznaky, že Európska komisia zvažuje zákaz vydávania zvláštnych druhov akcií so špeciálnymi právami a prijať princíp úplnej rovnosti akcií.³²³ Je možné usudzovať, že Európska komisia sa k tomuto rozhodnutiu uchýlila v rámci hodnotového prúdu, ktorý bol v tomto období v európskom korporáčnom práve prevládajúci. Ako uvádza De La Bruslerie hodnotový trend princípu proporcionality bol v Európe posilnený v 90. rokoch, a to

³¹⁸ VICARI, A., 2021, op. cit., s. 113.

³¹⁹ Návrh smernice o SMEs, 2022, op. cit., s. 5.

³²⁰ SLÁVIKOVÁ, L., 2021, op. cit., s. 71.

³²¹ Článok 33 odst. 1 (ktorý bol nakoniec stiahnutý) stanovoval, že: „hlasovacie právo akcionárov je úmerné podielu upísaného kapitálu, ktorý akcie predstavujú.“

³²² GEENS, K., CLOTTENS, C., 2010, op. cit., s. 4.

³²³ VICARI, A., 2021, op. cit., s. 113.

vydaním tzv. *Cadburyho správy*³²⁴ v roku 1991.³²⁵ V roku 2003 publikovala Európska komisia, s cieľom zmodernizovať európsku právnu úpravu a posilniť harmonizáciu, Akčný plán z oblasti obchodného práva, definujúci kľúčové politické ciele, ktoré mali byť inšpiráciou pre všetky budúce opatrenia prijímané na únijnej úrovni v oblasti správy riadenia spoločností a obchodného práva.³²⁶ Ako sa uvádza v Akčnom pláne „*Dynamický a flexibilný rámec práva obchodných spoločností a správy a riadenia spoločností je nevyhnutný pre modernú, dynamickú a prepojenú industrializovanú spoločnosť. Je nevyhnutný pre milióny investorov,... prehlbenie vnútorného trhu a budovanie integrovaného európskeho kapitálu.*“³²⁷ Samotný Akčný plán hodnotovo vychádzal zo záverov tzv. *Winterovej skupiny*, ktorá v roku 2002 publikovala správu zameranú na správu a riadenie spoločností v EÚ a modernizáciu európskeho obchodného práva, a to vo vzťahu k návrhu smernice o ponukách na prevzatie.³²⁸ Akčný plán je teda možné považovať za reakciu na túto správu, ktorú literatúra označuje za pôvod obnoveného záujmu o problematiku princípu proporcionality v Európe a jeho hodnotový základ.³²⁹ Jeden zo základných cieľov Akčného plánu bolo posilniť práva akcionárov, okrem iného posilnením tzv. „akcionárskej demokracie“.³³⁰ K týmto cieľom sa Európska komisia zaviazala predovšetkým v nadväznosti na radu škandálov, ktoré upriamili pozornosť na správu a riadenie spoločností a podkopali dôveru investorov v kapitálové trhy.³³¹ Európska komisia v Akčnom pláne uvádza, že v dlhodobom horizonte chce docieľiť skutočnú akcionársku demokraciu, a to práve prostredníctvom zavedenia princípu „*one share-one vote*“, ktorý presadzuje väčšina kódexov správy a riadenia v EÚ a rovnako aj Winterova skupina.³³² Komisia sa tak pre účely budúceho postupu zaviazala realizovať štúdiu, ktorá by analyzovala dôsledky, zavedenia obligatórneho princípu „*one share-one vote*“ na únijnej úrovni.

Spomenutá štúdia bola realizovaná až v roku 2007 a bola zameraná na všetky *CEMs* ako prioritné akcie, akcie bez hlasovacích práv, hlasovacie stropy a ďalšie, vrátane akcií s násobným

³²⁴ V Cadburyho správe sa uvádzajú odporúčania týkajúce sa usporiadania správnych rád spoločností a účtovných systémov s cieľom zmierniť riziká a zlyhania v oblasti správy a riadenia spoločností. V roku 1991 Londýnska burza cenných papierov zriadila Cadburyho výbor a správa bola uverejnená v pracovnej verzii v 1992. Odporúčania správy boli v rôznej miere použité pri tvorbe ďalších kódexov, ako sú kódexy OECD, Európskej únie, Spojených štátov, Svetovej banky. Cadburyho správu vo svojom Akčnom pláne z roku 2003 cituje aj Európska komisia.

³²⁵ DE LA BRUSLERIE, H., 2023, op. cit., bod 2.

³²⁶ EURÓPSKA KOMISIA, 2003, op. cit., s. 3.

³²⁷ *Ibidem*, s. 3.

³²⁸ THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS, *Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe* [online], 2002, [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <https://ecgi.global/content/winter-group-2002>.

³²⁹ FERRARINI, G., 2006, op. cit., s. 2.

³³⁰ EURÓPSKA KOMISIA, 2003, op. cit., bod.3.1.2, s. 14.

³³¹ *Ibidem*, s. 10.

³³² *Ibidem*, s. 14.

hlasovacím právom.³³³ Štúdia preukázala, že v čase jej vyhotovenia boli akcie s násobným hlasovacím právom dostupné v 53% zúčastnených členských štátov³³⁴ (štúdia však pod akcie s násobným hlasovacím právom zaradovala aj vernostné akcie). Štúdia ďalej poukázala na to, že v niektorých členských štátoch je využívanie akcií s násobným hlasovacím právom nadštandardne vysoké (ako príklad uvádzam Švédsko kde ich využívalo až 80% spoločností, Francúzsko s 55% alebo Holandsko s 42%). Celkovo využívalo akcie s násobným hlasovacím právom až 17% všetkých analyzovaných európskych spoločností. Vo vzťahu k budúcemu postoju Európskej komisie v tejto oblasti tj. opustenie snáh zaviesť princíp proporcionality ako východiskový bod spoločnej úpravy, však boli kľúčové závery štúdie k dostupnosti CEMs v členských štátoch ako celku. V každej zo skúmaných jurisdikcií boli pre spoločnosti dostupné 5 až 11 CEMs a ako uvádza štúdia: „CEMs sú široko dostupné vo všetkých skúmaných štátoch: všetky CEMs okrem jedného sú dostupné vo viac ako 40 % jurisdikcií a šesť z nich je dostupné vo viac ako 80 %, čo naznačuje, že zásada IRSO (Inherent right to self-organization) je hlboko zakorenená vo všetkých právnych kultúrach.“³³⁵ Rovnako až 44% všetkých skúmaných spoločností si v rámci svojej činnosti adoptovalo aspon jedno CEMs.³³⁶

Sama Európska komisia na margo svojich snáh uviedla, že reakcie na ich plán zaviesť princíp „one share-one vote“ ako východiskový princíp budúcej spoločnej úpravy boli zmiešané. V priebehu konzultácií s verejnosťou v rokoch 2003 až 2006 väčšina respondentov podporila snahu Európskej komisie ale významná minorita vyjadrila značné obavy a namietala voči zavedeniu takéhoto pravidla.³³⁷ Samotná otázka zavedenia princípu „one share-one vote“ ako aj výsledky externej štúdie boli diskutované v priebehu fínskeho a nemeckého európskeho predsedníctva v roku 2006 a 2007.³³⁸ Európska komisia vo svojom internom pracovnom dokumente z roku 2007 analyzovala ďalší postup v rámci tejto problematiky a k možnosti zákazu CEMs sa už v tomto bode (po konzultáciách s rôznymi zainteresovanými stranami) vyjadruje zdržanlivo a uvádza, že v rámci štúdií a nadväzujúcich konzultácií vyplynulo niekoľko argumentov proti takejto možnosti.³³⁹ Vo vzťahu k zavedeniu princípu „one share-one vote“ uvádza, že: „Pokiaľ ide o zásadu proporcionality....vyplýva, že regulácia (bud' prostredníctvom nariadenia, alebo smernice) alebo aj odporúčanie by pravdepodobne nepredstavovalo najmenej

³³³ EÚ, externá štúdia, 2007, op. cit.

³³⁴ Pre úplnosť dodávam, že štúdie sa zúčastnilo len 16 členských štátov EÚ.

³³⁵ EÚ, externá štúdia, 2007, op. cit., s. 5.

³³⁶ EÚ, externá štúdia, 2007, op. cit., s. 6.

³³⁷ EURÓPSKA KOMISIA, 2007, op. cit., s. 7.

³³⁸ *Ibidem*, s. 8.

³³⁹ *Ibidem*, s. 30.

zaťažujúci spôsob na zníženie rizika vyvlastnenia akcionárov vo všetkých členských štátoch EÚ v porovnaní s kombinovaným pôsobením spontánneho tlaku trhu, regulačných iniciatív členských štátov a už prebiehajúcich iniciatív EÚ.“ Tieto závery zdôvodňuje aj tým, že nebolo empiricky dokázané, že CEMs majú negatívny ekonomický vplyv na spoločnosti *per se* a neexistuje ani dôkaz, že odklon od princípu proporcionality má vplyv na hodnotu spoločnosti.³⁴⁰ (Európska komisia tak dochádza k rovnakým tvrdeniam ako táto práca v kapitole 1.4.3).

Európska komisia tak v tomto období, z dôvodu vyššie popísaných nejednoznačných výsledkov štúdie, dospela k záveru, že nie je vhodné stanoviť princíp „one share-one vote“ ako obligatórne pravidlo nastavenia vnútorných pomerov riadenia spoločnosti formou únijnej regulácie a upustila od myšlienky ďalších regulačných plánov.³⁴¹

Učinila tak aj na základe rady štúdií, ktoré sa tejto problematike venovali a negatívnej spätnej väzbe od zainteresovaných strán a časti literatúry.³⁴² Ferrarini sa napríklad k týmto snahám v danom období vyjadroval, že: „potreba európskeho harmonizácie je v zásade vylúčená. Povinné zavedenie systému „one share-one vote“ nie je odôvodnené ekonomickou efektívnosťou ako to potvrdzuje aj komparatívne porovnanie.“³⁴³ Toto tvrdenie podporoval tým, že kogentné zavedenie princípu „one share one vote“ nie je podľa jeho názoru potrebné ani na národnej úrovni, a preto zavedenie celoeurópskej regulácie nie je odôvodnené.³⁴⁴ Geens a Clottens videli v snahách Európskej komisie určité výhody, a to napríklad zvýšenie právnej istoty migrujúcich spoločností, čo by mohlo stimulovať cezhraničné investovanie v EÚ a uniformitu právnej úpravy, ktorá by zabránila tzv. *race to the bottom* (viz 2.1).³⁴⁵ Hoci sú voči snahe Európskej komisie menej kritický ako napr. Ferrarini, poukazujú na chýbajúcu politickú vôľu akceptovať takúto legislatívnu snahu, spochybňujú či by takáto harmonizácia bola odôvodnená vo vzťahu k princípom subsidiarity a proporcionality a prikláňajú sa skôr k čiastočnej harmonizácii niektorých CEMs, čo považujú za menej invazívny zásah.³⁴⁶ Rozhodnutie Európskej komisie zásadne ovplyvnili aj závery komplexnej ekonomicko-právnej štúdie Burkarta a Leea, ktorí skúmali dopady zavedenia systému „one share-one vote“ a dospeli taktiež k nejednoznačnému záveru. Tvrdia, že „je otvorenou otázkou, či by táto politika zlepšila kvalitu správy a riadenia spoločností, najmä v systémoch, ktoré sú postavené na majoritných aktívnych vlastníkoch. Okrem toho by sa v prípade

³⁴⁰ EURÓPSKA KOMISIA, 2007, op. cit., s. 30.

³⁴¹ GEENS, K., CLOTTENS, C., 2010, op. cit., s. 6.

³⁴² VICARI, A., 2021, op. cit., s. 111.

³⁴³ FERRARINI, G., 2006, op. cit., s. 26.

³⁴⁴ *Ibidem*, s. 26.

³⁴⁵ GEENS, K., CLOTTENS, C., 2010, op. cit., s. 36.

³⁴⁶ *Ibidem*, s. 36.

všeobecnej zásady *one share-one vote* vyžadovalo, aby sa regulovali aj pyramidové skupiny, ako aj (niektoré) transakcie s derivátovými cennými papiermi.“³⁴⁷ Ďalej uvádzajú, že akcionárska demokracia, ochrana minoritných akcionárov ani sociálne optimálna spoločenská štruktúra nie sú presvedčivé dôvody pre regulačný zásah a úplný zákaz duálneho systému akcií, a teda neodporúčajú zavedenie obligatórneho „*one share one vote*.“³⁴⁸

Európskej komisii sa teda nepodarilo na úníjnej úrovni presadiť princíp „*one share one vote*“, a to ani v časoch kedy boli európske jurisdikcie v prevažnej väčšine hodnotovo naklonené k zákazu prelamovania proporcionality hlasovacieho práva. **Po dramatickom vývoji v tejto oblasti v poslednom desaťročí, ktorý sa nesie v znamení hodnotové priklonu členských štátov k povolovaniu rôznych druhov CEMs a kedy narástol počet štátov umožňujúcich vydávať akcie s násobným hlasovacím právom (viz kapitola 2), považujem obligatórne zavedenie systému „*one share-one vote*“ na úníjnej úrovni v budúcnosti sa vysoko nepravdepodobné.** Naopak, podľa môjho názoru smeruje postupne európska harmonizácia k obecnému povoleniu adopcie akcií s násobným hlasovacím právom. Usudzujem tak nielen na základe aktuálneho vývoja právnej úpravy v členských štátoch ale predovšetkým na zmene hodnotového nastavenia Európskej komisie, ktorú najlepšie dokumentuje návrh smernice o s akciových štruktúrach s viacnásobnými hlasovacími právami pre SMEs, ktorý bližšie analyzujem v ďalšej kapitole.

3.1.2. Návrh smernice o akciových štruktúrach s viacnásobnými hlasovacími právami pre malé a stredné podniky (SMEs)

Ako popisujem v predchádzajúcej kapitole, Európska komisia dlhodobo i keď neúspešne presadzovala hodnotovú orientáciu na princíp „*one share-one vote*“ a v rámci rôznych legislatívnych návrhov sa snažila o jeho regulačné presadenie. Z dôvodu nejasných záverov o dopade tejto regulácie a rôznorodej právnej úprave v členských štátoch však od týchto snáh nakoniec upustila. Ako však analyzujem v kapitole 2, v medzičase sa hodnotové nastavenie jednotlivých národných zákonodarcov zásadne zmenilo, a to predovšetkým pod vplyvom regulačnej súťaže a v snahe zatriktívniť národné jurisdikcie a kapitálové trhy. Posledné desaťročie sa nesie v znamení odklonu členských štátov od princípu proporcionality a postupnom zavádzaní mechanizmov CEMs do národných právnych systémov. Na tento hodnotový posun reaguje aj Európska komisia, a to predovšetkým najnovším návrhom smernice, ktorým navrhuje zaviesť možnosť adoptovať akcie s násobným hlasovacím právom pre všetky európske SMEs, ktoré pripravujú kótovanie na akciové trhy (*nezávisle na mieste inkorporácie*). Rád by som v tejto

³⁴⁷ BURKART, M., LEE, S., 2007, op. cit., s. 1 – abstrakt.

³⁴⁸ *Ibidem*, s. 39.

kapitole zanalyzoval návrh tejto smernice a hodnotový posun Európskej komisie, ktorý reprezentuje.

Návrh tejto smernice je súčasťou väčšieho legislatívneho balíčka, ktorého cieľom je zatriktívniť verejné kapitálové trhy pre spoločnosti z EÚ a uľahčenie prístupu *SMEs* ku kapitálu.³⁴⁹ Korene týchto snáh siahajú až do roku 2015 kedy Európska komisia uverejnila prvý Akčný plán únie kapitálových trhov, ktorý v súčasnosti Európska komisia hodnotí úspešne, nakoľko umožnil lacnejší a jednoduchší prístup európskych spoločností k verejným trhom.³⁵⁰ Vo vzťahu k *SMEs* znamenalo zásadný posun vytvorenie novej kategórie multilaterálnych obchodných systémov (*tzv. rastové trhy SMEs*), ktorej účelom je stimulovať prístup *SMEs* na kapitálové trhy, avšak podľa zainteresovaných strán je potreba ďalších opatrení pre uľahčenie procesu kótovania.³⁵¹

V nadväznosti na pandémie COVID-19 a zabezpečenie financovania potrebného na plnenie Európskej zelenej dohody pristúpila Európska komisia v roku 2020 k vydaniu nového Akčného plánu v oblasti kapitálových trhov, ktorý vytyčuje kľúčové opatrenia k naplneniu záväzku dokončenia únie kapitálových trhov.³⁵² Jeden zo základných cieľov nového Akčného plánu je zlepšiť prístup *SMEs* k trhovým zdrojom financovania ako súčasť balíka pomoci pre *SMEs*, ktorý v prejave o stave EÚ v roku 2022 oznámila predsedníčka Európskej komisie³⁵³, a to mimo iného znížením regulačného zaťaženia spoločností, nakoľko ako sa uvádza v dôvodovej správe: „*Kótované spoločnosti často prekonávajú súkromné spoločnosti v raste ročných príjmov aj vo vytváraní pracovných miest. Kótovaním na verejných trhoch môžu spoločnosti diverzifikovať svoju investorskú základnú, znížiť svoju závislosť od bankových úverov, získať jednoduchší prístup k dodatočnému vlastnému kapitálu a dlhovému financovaniu, zviditeľniť sa medzi verejnosťou a zlepšiť rozpoznateľnosť svojej značky.*“³⁵⁴

Cieľ Európskej komisie je tak jasný - **podporiť Európsku ekonomiku tým, že motivuje menšie spoločnosti ku kótovaniu na kapitálových trhoch, čo umožní akumuláciu voľných finančných prostriedkov a ich alokáciu pre ďalšie investície a spotrebu.** Tu by som však rád upozornil na závery z kapitoly 1.4.1.4, a to, že menšie spoločnosti, ktoré adoptujú systém „*one share-one vote*“ častokrát volia konzervatívnejší zdroj financovania a odmietnu možnosť

³⁴⁹ Návrh smernice o *SMEs*, 2022, op. cit., s. 1.

³⁵⁰ *Ibidem*, s. 1.

³⁵¹ *Ibidem*, s. 1.

³⁵² OZNÁMENIE KOMISIE EURÓPSKEMU PARLAMENTU, RADE, EURÓPSKEMU HOSPODÁRSKEMU A SOCIÁLNEMU VÝBORU A VÝBORU REGIÓNOV, Únia kapitálových trhov pre ľudí a podniky – nový akčný plán, 2020, COM (2020) 590 final.

³⁵³ Návrh smernice o *SMEs*, 2022, op. cit., s. 1.

³⁵⁴ *Ibidem*, s. 1.

kótovania, a to zo strachu straty kontroly nad spoločnosťou. Neexistencia duálnych akciových štruktúr tak spôsobuje to, že spoločnosti sú neochotné vstúpiť na kapitálové trhy, čo je z ekonomického hľadiska pre zákonodarcu nežiadúce (čo dokazuje súčasná snaha Európskej komisie). Práve z tohto dôvodu a možnosti voľnej inkorporácie spoločností v rámci EÚ, ktorá spôsobuje odliv kapitálu z konzervatívnych členských štátov, dochádza k rade členských štátov k reformám, ktoré zavádzajú duálne štruktúry akcií (viz kapitola 2). Na tento problém poukazuje v dôvodovej správe aj Európska komisia a uvádza, že: „Jedným z hlavných problémov, ktorý odrádza zakladateľov a ich rodiny od verejného kótovania (vo fáze pred IPO), je strach z toho, že po kótovaní stratia kontrolu nad svojou spoločnosťou. Kótovanie prináša zriadenie vlastníckeho podielu, a tým aj obmedzenie kontroly zakladateľov a ich rodiny nad dôležitými investíciami a výkonnými rozhodnutiami v spoločnosti. Spoločnosti, najmä SMEs, sa budú snažiť o kótovanie na verejných trhoch pravdepodobne viac vtedy, ak si môžu ovládajúci akcionári ponechať po kótovaní rozhodovaciu právomoc v spoločnosti.“³⁵⁵ Ako analyzujem v kapitole 1.4.1.4 práve akcie s násobným hlasovacím právom môžu byť pre tieto spoločnosti stimulom, ktorý im umožní kótovanie a zároveň zabezpečí zachovanie rozhodovacích právomocí, na čo poukazuje aj dôvodová správa k smernici.³⁵⁶ Menšie spoločnosti tak môžu získať financovanie na pokrytie dlhodobých projektov a začiatkových nákladov, zároveň však neriskujú, že sa vystavia hrozbe nepriateľského prevzatia. Akcie s násobným hlasovacím právom by tak by správnej aplikácii mohli predstavovať akýsi „liek“ na neochotu európskych SMEs vstupovať na kapitálové trhy. Ich prípadná úspešná „liečba“, ktorá by viedla k percentuálnemu nárastu počtu kótovaných európskych SMEs, by podľa Európskej komisie viedla k tvorbe pracovných miest, posilneniu likvidity verejne kótovaných akcií SMEs a zväčšenej atraktivite týchto trhov pre investorov³⁵⁷ čo by v globále mohlo významným spôsobom podporiť ekonomiku Eurozóny a hospodársky rast Európy. Práve tento ekonomický faktor (predovšetkým v kontexte ekonomických problémov v nadväznosti na pandémie COVID-19 a vojnu na Ukrajine) je podľa môjho názoru spolu s tendenciou členských štátov odkláňať sa od princípu proporcionality hlasovacieho práva, hlavným dôvodom zmeny hodnotového nastavenia Európskej komisie.

V nadväznosti na vyššie uvedené, je potrebné upozorniť, že základným problémom je súčasná nejednotnosť právnej úpravy duálnych štruktúr akcií naprieč členskými štátmi. Tento stav v praxi znamená, že európske SMEs nemajú pri rozhodovaní o prípadnom kótovaní, rovnaké príležitosti, nakoľko iba niektoré jurisdikcie im umožňujú prijať pred IPO akcie s násobným

³⁵⁵ *Ibidem*, s. 2.

³⁵⁶ *Ibidem*, s. 3.

³⁵⁷ *Ibidem*, s. 6.

hlasovacím právom a zabezpečiť si tak kontrolu nad spoločnosťou (*pre bližšie porovnanie právnej úpravy členských štátov odkazujem na kapitolu 2*). Tieto nerovné podmienky pre spoločnosti v súčasnosti najviac ovplyvňujú práve *SMEs*, nakoľko im častokrát chýbajú finančné prostriedky na pokrytie nákladov spojených s kótovaním v inom členskom štáte.³⁵⁸ Z tohto dôvodu sa Európska komisia rozhodla túto oblasť harmonizovať formou smernice a ako uvádza: „*Cieľom tohto návrhu je dosiahnuť minimálnu harmonizáciu vnútroštátnych právnych predpisov, ktorými sa upravujú akciové štruktúry s viacnásobnými hlasovacími právami v spoločnostiach, ktoré sa kótujú na rastových trhoch MSP, a zároveň ponechať dostatočnú flexibilitu členským štátom pri ich vykonávaní.*“³⁵⁹

Smernica v znení predloženom Európskou komisiou obsahuje aj záruky na zabezpečenie ochrany menšinových akcionárov. Jedná sa napríklad o povinnosť podmieniť prijatie rozhodnutia valnej hromady o štruktúre akcií kvalifikovanou väčšinou alebo obmedzenie hlasovacej váhy akcií v určitých rozhodnutiach spoločnosti.³⁶⁰

V rámci verejných konzultácií došlo k pomerne pozitívnemu prijatiu tejto legislatívnej iniciatívy zainteresovanými stranami, keď až 64% všetkých respondentov podporilo harmonizáciu.³⁶¹ Respondenti v rámci konzultácií poukázali na existenciu významných problémov, a to že európske technologické spoločnosti sa v súčasnosti často rozhodujú pre kótovanie mimo EÚ z dôvodu flexibilnej úpravy akcií s násobným hlasovacím právom, a to predovšetkým v USA (*potvrzuje to závery z kapitoly 1.3.2*) a rovnako na problém migrácie európskych spoločností do Holandska.³⁶² Navrhovanou harmonizáciou by sa tak mohlo predísť odlivu spoločností (*a teda aj kapitálu*) mimo EÚ a regulačnej súťaži, ktorá môže mať za istých okolností negatívny dopad na stav práva v EÚ (*viz 2.1*).

Návrh smernice sa v súčasnosti nachádza v prvom čítaní v Rade EÚ kde dochádza k interným diskusiám na pôde pracovných skupín. Rada EÚ aj Európsky parlament prijali predbežnú dohodu vo vzťahu k smernici, ktorá musí byť schválená a formálne prijatá oboma inštitúciami.³⁶³ Keďže samotný text smernice sa môže v priebehu legislatívneho procesu meniť nechcem podrobne rozoberať jednotlivé články návrhu. Návrh smernice však predpokladá čiastkovú harmonizáciu, a to podľa súčasného znenia čl. 4 tak, že členské štáty, ktoré neumožňujú

³⁵⁸ *Ibidem*, s. 4.

³⁵⁹ *Ibidem*, s. 4.

³⁶⁰ *Ibidem*, s. 5.

³⁶¹ *Ibidem*, s. 9.

³⁶² *Ibidem*, s. 9.

³⁶³ Rada EÚ, Tlačová správa Rady EÚ z 1.2.2024 [online], 2024, [Cit. 25.3.2024], dostupná na: <https://www.consilium.EUropa.EU/en/press/press-releases/2024/02/01/multiple-vote-share-structures-council-and-parliament-adopt-provisional-agreement-to-ease-smes-access-to-finance/>.

vydávanie akcií s násobným hlasovacím právom budú musieť umožniť adopciu takýchto akcií, avšak iba pre účely prijatia akcií spoločnosti na obchodovanie na rastovom trhu *SMEs*. Súčasný návrh tak zaväzuje členské štáty umožniť adopciu akcií s násobným hlasovacím právom iba pre *SMEs*, a to iba v prípade plánovaného kótovania na rastovom trhu *SMEs*. Návrh smernice tak síce považujem v súlade s jej vytýčenými cieľmi tj. podpora kótovania *SMEs*, avšak považujem takéto pojmánie za nešťastné. V rámci transpozície smernice v štátoch s konzervatívnym prístupom k prelamovaniu proporcionality, tak môže vzniknúť pomerne roztrieštená právna úprava, nakoľko spoločnosti nespádajúce pod definíciu *SMEs*, už kótované *SMEs* alebo *SMEs*, ktoré neplánujú vstup na kapitálové trhy nebudú môcť akcie s násobným hlasovacím právom adoptovať. Osobne však predpokladám, že aj v prípade prijatia smernice v súčasnom znení, je vzhľadom na prebiehajúcu vlnu reforiem a regulačnú súťaž (viac k týmto problematikám v kapitole 2) pravdepodobné, že aj konzervatívne členské štáty budú nútené ustúpiť tlaku regulačnej súťaže a príde v rámci transpozície v týchto členských štátoch k rozšíreniu obsahu smernice aj na spoločnosti, ktoré nespádajú pod definíciu smernice.

Návrh tejto smernice však vyvolal aj negatívne ohlasy niektorých zainteresovaných strán a literatúry. Napríklad Európska asociácia pre správu fondov a aktív (*EFAMA*) podporuje snahu Európskej komisie o rozvoj kapitálových trhov v EÚ ale poukazuje na význam princípu „*one share-one vote*“ pre investorov, a preto sú zavedením smernice znepokojení, nakoľko môže ohroziť postavenie minoritných akcionárov.³⁶⁴ V prípade prijatia smernice navrhujú zavedenie ochranných mechanizmov ako napr. maximálne pomer akcií 5:1, zavedenie tzv. „*sunset*“ ustanovení³⁶⁵ alebo zákaz prevodu navýšených hlasovacích práv (čo by z nich efektívne vytvorilo *vernostné akcie*) a odrádzajú Európsku komisiu od prípadného budúceho rozšírenia cieľov smernice mimo účely kótovania *SMEs* na kapitálové trhy.³⁶⁶ Hansen a Thomadakis vo svojej práci tvrdia, že „*návrh je neoprávneným zásahom do vnútroštátneho práva. Chýba mu empirická a logická opora potrebná na to, aby sa mohlo pristúpiť k harmonizácii na úrovni EÚ*“ a k prípadnému zavedeniu akcií s násobným hlasovacím právom v členských štátoch by malo prísť dobrovoľne a nie hrubou silou harmonizácie.³⁶⁷

³⁶⁴ EFAMA, *EFAMAS'S HIGH-LEVEL COMMENTS ON THE MULTIPLE VOTING SHARES DIRECTIVE*, 2023

³⁶⁵ Jedná sa o typ klauzule, ktorá po uplynutí časového testu premení akcie s násobným hlasovacím právom na štandardné akcie, ktorých hlasovacia sila odpovedá vnesenému kapitálu.

³⁶⁶ EFAMA, 2023, op. cit.

³⁶⁷ HANSEN, J. L., THOMADAKIS, A., *Why harmonising multiple voting rights for SMEs may be a bad idea*, *European capital markets institute* [online], 2023, roč. 2023, č. 36. [Cit. dat. 25.3.2024], dostupné z: <https://www.ceps.eu/download/publication/?id=39584&pdf=Why-harmonising-MVR-in-SME-may-be-a-bad-idea.pdf>, s. 1.

Napriek obmedzenému rozsahu smernice a jej negatívneho prijatiu časťou literatúry a investormi, však považujem tento legislatívny krok (v prípade prijatia smernice) za najdôležitejšiu udalosť v rámci prelamovania princípu proporcionality na európskej úrovni za posledné roky, a to z dvoch dôvodov.

Za prvé, už len samotný návrh smernice zo strany Európskej komisie reprezentuje jej zmenu hodnotového nastavenia v tejto oblasti. Po dlhých rokoch boja proti *CMEs* a snahe presadiť na úniijnej úrovni pravidlo „one share-one vote“, sa zdá, že Európska komisia vzala *CEMs* „na milosť“, a to až do takého rozmeru, že plánuje umožniť adopciu inštitútu, ktorý proporcionality prelamuje do najväčšej miery. Dôvody, ktoré stoja za touto rapidnou zmenou sú podľa mňa očividné. Jedná sa primárne o snahu posilniť kapitálové trhy a Európska komisia si je zjavne vedomá zásadnej výhody, ktoré akcie s násobným hlasovacím právom v tejto oblasti poskytujú. Netreba však ani zabúdať na regulačnú súťaž, ktorá v poslednom desaťročí dohnala majoritnú časť členských štátov k reformám, ktoré do väčšej či menšej miery umožňujú prelamanie proporcionality. Zdá sa, že Európska komisia tento vývoj vníma a reaguje naň snahou zaviesť spoločnú reguláciu. Nech už záver legislatívneho procesu bude akýkoľvek, je podľa môjho názoru pravdepodobné, že Európska komisia natrvalo zmenila hodnotovú orientáciu v oblasti správy a riadenia spoločnosti a ak bude nastavený trend reforiem v jednotlivých členských štátoch pokračovať a prípadná regulácia v oblasti *SMEs* sa ukáže ako úspešná, nie je vylúčené, že sa v najbližších rokoch dočkáme ďalšieho rozvoľnenia pravidiel a prehĺbenia spoločnej regulácie aj nad rámec *SMEs*.

Druhým dôvodom je potenciálny rozsah spoločností na ktoré môže smernica dopadať. Napriek zúženej pôsobnosti smernice iba na *SMEs*, ktoré plánujú vstup na kapitálové trhy, môže mať smernica dopad na veľké množstvo európskych spoločností. Do kategórie *SMEs* patria všetky európske spoločnosti, ktoré zamestnávajú menej ako 250 zamestnancov s ročným obratom maximálne do 50 miliónov EUR.³⁶⁸ Hoci je logické predpokladať, že sa nejedná o spoločnosti, ktoré majú v jednotlivých prípadoch veľkú trhovú kapitalizáciu, z makroekonomického hľadiska sa jedná o extrémne dôležitú zložku ekonomiky a *SMEs* sú tak často označované za „chrbticu hospodárstva“. Z oficiálnych dát EÚ vyplýva, že *SMEs* reprezentujú až 99,8 % všetkých spoločností v EÚ, zamestnávajú 64,4% všetkých zamestnancov a vytvárajú 51,8 % HDP EÚ.³⁶⁹

³⁶⁸ EURÓPSKA KOMISIA, *Odporúčanie Komisie o definícii mikropodnikov, malých a stredných podnikov*, Úradný vestník L 124 [online], C (2003) 1422, 2003, [Cit. dat. 25.3.2024], dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/CS/legal-content/summary/micro-small-and-medium-sized-enterprises-definition-and-scope.html>.

³⁶⁹ EURÓPSKA KOMISIA, *Annual Report on European SMEs 2022/2023*, EUR 31619 EN [online], 2023, [Cit. dat. 25.3.2024], dostupné z: <https://dx.doi.org/10.2760/028705>, s. 3.

Podľa posledných údajov spadá v EÚ pod kategóriu *SMEs* cez 24 miliónov spoločností.³⁷⁰ Tieto údaje dotvárajú celkový obraz o tom akú veľkú časť ekonomiky EÚ predstavujú *SMEs* a aj napriek obmedzeniu v rozsahu smernice ovplyvní táto smernica väčšinu európskych spoločností. Z tohto dôvodu teda považujem návrh smernice za extrémne dôležitý a z pohľadu európskej harmonizácie za dôležitejší ako prebiehajúce reformy v jednotlivých členských štátoch. **Prijatie smernice o akciových štruktúrach s viacnásobnými hlasovacími právami pre *SMEs* v znení návrhu Európskej komisie tak docieli, že drvivá väčšina európskych spoločností, bez ohľadu na miesto inkorporácie, bude mať v prípade snahy o vstup na kapitálové trhy možnosť adoptovať akcie s násobným hlasovacím právom, čo v tejto oblasti považujem za historický míľnik a zo strany únijnej právnej úpravy za pomyselné „prekročenie Rubikonu.“**

3.2. Súlad akcií s násobným hlasovacím právom s právom EÚ vo svetle judikatúry Súdneho dvora Európskej Únie (SDEU)

Záver tejto práce by som chcel venovať poslednej relevantnej oblasti, ktorá podľa môjho názoru môže zásadným spôsobom ovplyvniť budúci vývoj akcií s násobným hlasovacím právom v Európskej únii a tvorí tak posledný kúsok do pomyselnaj skladačky k poskytnutiu komplexného rozboru tohto inštitútu a jeho potenciálneho vývoja. Touto oblasťou je analýza rizika zrušenia inštitútu akcií s násobnou hlasovacou silou pre nesúlad s právom EÚ zo strany SDEU. Ako analyzujem v kapitole 2 a predchádzajúcej časti kapitoly 3, je očividné, že súčasné hodnotové nastavenie členských štátov ako aj Európskej komisie sa posúva v prospech prelamovania princípu proporcionality hlasovacieho práva (*formou adopcie akcií s násobnou hlasovacou silou a ostatných CEMs*). Na základe tohto záveru a rovnako pomerne pozitívnej analýzy účinkov akcií s násobným hlasovacím právom na spoločnosť z kapitoly 1, by sa mohlo zdať, že budúcnosť tohto inštitútu v EÚ a jej členských štátoch je optimistická a v najbližších rokoch budeme svedkami nárastu ich adopcie. Tento pozitívny vývoj však môže byť pomerne rýchlo zmarený, a to na základe judikatúry SDEU, ktorý sa už historicky mnohokrát proaktívne zhostil svojej roly negatívneho zákonodarcu a zásadným spôsobom ovplyvnil vývoj práva EÚ.

Ako vysvetľujem nižšie, toto riziko nepovažujem za eminentné ale jeho existenciu netreba podceňovať, a preto poslednú časť tejto práce venujem dôkladnému rozboru tejto alternatívy. V prvej časti tejto kapitoly by som v krátkosti rád zosumarizoval predchádzajúcu judikatúru SDEU, a to vo veciach „*Golden shares*“ a „*Sector specific provision*“³⁷¹, nakoľko považujem túto

³⁷⁰ *Ibidem*, s. 3.

³⁷¹ Ďalej budem v tejto práci používať anglické označenie týchto judikatúr, ktoré sú všeobecne známe a používané literatúrou.

judikatúru za hodnotový základ na základe ktorého by potenciálne mohlo prísť zo strany SDEU k prehláseniu akcií s násobným hlasovacím právom za inkompatibilné s právom EÚ. V druhej časti následne analyzujem konkrétne argumenty vo vzťahu k ich potenciálnemu zrušeniu a pravdepodobnosť tejto alternatívy.

3.2.1. Súdny dvor Európskej únie a jeho postavenie vo vytváraní práva EÚ

SDEU spolu s vnútroštátnymi súdmi členských štátov tvorí súdnu sústavu EÚ, ktorého základná úloha je zaistiť na celom území EÚ dodržiavanie práva EÚ.³⁷² SDEU má však svojou judikatúrou významný vplyv na interpretáciu ale aj tvorbu práva EÚ. Ako príklad môžeme uviesť historické prípady zo 60. a 70. rokov minulého storočia ako *Van Gend en Loos* (26/62), *Costa/ENEL* (6/64) alebo *Simmenthal* (106/77) v ktorých formuloval kľúčové zásady práva EÚ, a to priamu použiteľnosť, priamy účinok a prednosť³⁷³ alebo sériu rozsudkov ktorými v podstate vybudoval koncepciu vnútorného trhu EÚ ako *Dassonville* (8/74) a *Cassis de Dijon* (C-120/78).³⁷⁴ Judikatúra SDEU tak častokrát mala väčší vplyv na vývoj práva EÚ ako samotné primárne a sekundárne právo EÚ. Literatúrou tak SDEU býva často označovaný za motor európskej integrácie, keďže voľnejší výklad právnych noriem, ktorý aplikuje, mu umožňuje proaktívne dotvárať právo EÚ a zaistiť efektívne dosiahnutie cieľov právnej úpravy, čo však často býva kritizované vnútroštátnymi orgánmi ako prekročenie právomocí či dokonca nahradzovanie vôle členských štátov.³⁷⁵ Nie je cieľom tejto práce komplexne analyzovať postavenie SDEU, jeho normotvorbu prostredníctvom judikatúry a vplyv na právo EÚ, nakoľko táto otázka je predmetom mnohých tuzemských aj zahraničných pojednaní³⁷⁶ ale iba poukázať na fakt, že judikatúra SDEU v oblasti obchodného práva má potenciál viesť k zblíženiu právnych systémov členských štátov formou negatívnej harmonizácie.

Z tohto dôvodu je treba zvážiť aj zásadný vplyv judikatúry SDEU, ktorú môže mať na národné predpisy (*aj*) v oblasti obchodného práva, nakoľko SDEU už historicky sankcionoval vnútroštátne ustanovenia, ktoré neboli v súlade s primárny právom, a to najmä zákony, ktoré štátom udeľovali osobitné právomoci v oblasti verejných spoločností alebo miestnym

³⁷² PETRLÍK D., Soudní soustava Unie, In: TOMÁŠEK, M., TÝČ, V., PETRLÍK. D. a kolektiv, *Právo Evropské unie*. 3. aktualizované vydání. Praha: Leges, 2021, ISBN 978-80-7502-491-6., s. 384.

³⁷³ MALENOVSKÝ, J., Vztah unijního práva k právu vnitrostátnímu a k právu mezinárodnímu, In: TOMÁŠEK, M., TÝČ, V., PETRLÍK. D., a kolektiv, 2021, op. cit., s. 60.

³⁷⁴ PETRLÍK D., In: TOMÁŠEK, M., TÝČ, V., PETRLÍK. D. a kolektiv, op. cit., s. 394.

³⁷⁵ PETRLÍK D., In: TOMÁŠEK, M., TÝČ, V., PETRLÍK. D. a kolektiv, op. cit., s. 394.

³⁷⁶ Viz napr. FELLEROVÁ PALKOVSKÁ, I., *Vliv judikatury Soudního dvora EÚ na unijní právo*, *Právník, AV ČR, Ústav státu a práva*, 2020, roč. 2020, č. 4, s. 342-357, ISSN 0231-6625.2020.

samosprávam.³⁷⁷ Pre obchodné právo sa stáva dôležitá oblasť voľného pohybu osôb, služieb a kapitálu, a to predovšetkým články 49, 56 a 63 ZFEU. Práve tieto články predstavujú právny základ na ktorom SDEU judikoval porušenie práva EÚ v rozsudkoch, ktoré analyzujem nižšie a ktoré sa môžu významným spôsobom dotknúť aj akcií s násobným hlasovacím právom. Vnútroštátne ustanovenia, ktoré môžu mať za následok zabránenie alebo odradenie investorov od cezhraničných investícií do spoločností je možné podľa SDEU posúdiť ako reštriktívne vo vzťahu k voľnému pohybu služieb a kapitálu, a teda ako v rozpore z právom EÚ.³⁷⁸

Predtým ako sa dostanem k analýze možného rozporu akcií s násobným hlasovacím právom s právom EÚ, považujem pre celkové pochopenie problematiky, potrebné v krátkosti zosumarizovať judikatúru vo veciach „*Golden shares*“ a „*Sector specific provision*“, ktoré sú integrálnou súčasťou argumentácie. Nie je však cieľom tejto práce komplexne analyzovať tieto judikatúry.

3.2.2. Judikatúra *Golden shares*

Prvou sériou rozsudkov, ktoré si je vo vzťahu k potenciálnemu zákazu akcií s násobným hlasovacím právom priblížiť, je tzv. judikatúra „*Golden shares*“ alebo zlatých akcií. Jednalo sa o sériu rozsudkov v ktorých SDEU v oblasti obchodného práva prehlásil inštitút národného práva za nezlučiteľný s právom EÚ z dôvodu obmedzenia voľného pohybu kapitálu a argumentácia na základe ktorej k tomu došlo slúžila ako hodnotový základ pre sériu rozsudkov vo veci „*Sector specific provisions*“ a podľa môjho názoru môže byť v budúcnosti použitá vo vzťahu k akciám s násobným hlasovacím právom.

Výraz zlaté akcie bol používaný na označenie zvláštneho druhu akcií prostredníctvom ktorých si štáty zaistovali zvláštne práva a dominantné postavenie spravidla v privatizovaných národných podnikoch v strategických odvetviach národného hospodárstva.³⁷⁹ Zlaté akcie boli rozšírené po celej Európe vrátane ČR³⁸⁰ a súviseli predovšetkým s vlnou privatizácie národných podnikov v poslednej tretine 20. storočia. Ako popisuje literatúra: „*Zlaté akcie typicky vyhradzujú štátom právo veta vo vzťahu k dôležitým rozhodnutiam, vysielacie práva do orgánov spoločností*

³⁷⁷ VICARI, A., 2021, op. cit., s. 31.

³⁷⁸ VICARI, A., 2021, op. cit., s. 34.

³⁷⁹ PIHERA, V., Akcie, In: ŠTENGLOVÁ, I., DĚDIČ, J., LASÁK, J., PIHERA, V., LÁLA, D., JOSKOVÁ, L. *Akciové společnosti*, 1. vydanie, Praha: C. H. Beck, 2023, ISBN: 978-80-7400-914-3, s. 75.

³⁸⁰ V českom právnom systéme bolo možné vydávať zlaté akcie na základe zákona č. 210/1993 Sb. v znení účinnom do 31.12.2005, a to konkrétne v čl. IV bod 2) mohli stanovy akciových spoločností založených Fondem národního majetku ČR a Pozemkovým fondem ČR určit adopciu akcií so zvláštnymi právami spojených s hlasovacím právom.

alebo podmieňujú možnosť nabiť účasť na spoločnosti súhlasom štátu.³⁸¹ Tieto akcie tak boli obzvlášť cenné, nakoľko menšinovému akcionárovi – štátu či právnickej osobe verejného práva, priznávali právomoci, ktoré boli typické pre vlastníka väčšinového podielu. Adopcia zlatých akcií v spoločnosti tak umožňovala štátom sprivatizovať hodnotné podniky a získať podstatné finančné prostriedky ale zároveň si ponechať minoritný podiel a nestratiť kontrolu nad strategickým chodom spoločnosti. Tieto praktiky sa začiatkom tisícročia dostali pod drobnohľad SDEU a sériou rozsudkov vytvoril ustálenú rozhodovaciu prax podľa ktorej boli takéto akcie nezlučiteľné s právom EÚ.³⁸² Medzi najzámennejšie patria napr. „*Société Nationale Elf-Aquitaine*“ (C-483/99) z roku 2002, „*British Airport Authority*“ (C-98/01) z roku 2003 a možno najvýznamnejší prípad v tejto oblasti „*Volkswagen*“ (C-112/2005) z roku 2007 a 2013. Nakoľko zlaté akcie vždy štátu udeľovali iný typ zvláštnych práv a odlišná bola aj forma zmocnenia, každý zo spomínaných prípadov postihoval iné jednanie.

V prípade *Société Nationale Elf-Aquitaine* sa jednalo o vyhlášky ministerstva obchodu, ktoré stanovili, že vlastníctvo akcií na spoločnosti prekračujúci určitý limit muselo byť odsúhlasené ministerstvom a vláda mala právo vetovať prevod dôležitých aktív spoločnosti.³⁸³ Naopak prípad Volkswagen bol komplexnejší. Stanovy spoločnosti oprávňovali spolkovú krajinu Dolné Sasko vetovať akvizície spoločnosti pričom vlastnila iba 1/5 akcií na spoločnosti.³⁸⁴ Problematické boli viaceré ustanovenia stanov, ktoré modifikovali kvórum, hlasovací limit akcionárov a ktoré spoločne vytvárali štruktúru neprímerane zvýhodňujúcu Dolné Sasko.³⁸⁵

Dva spomínané prípady, ako aj rada ďalších sú v mnohých okolnostiach odlišné, avšak SDEU vo všetkých došlo k rovnakým záverom na základe ktorých prehlásilo jednotlivé ustanovenia v rozpore s právom EÚ. SDEU argumentoval, že zákony a ustanovenia stanov, ktoré vytvárajú prekážky voľného pohybu kapitálu v rámci EÚ, a to z dôvodu, že znižujú atraktivnosť uplatňovania týchto práv (*tj. investovanie do zahraničných spoločností*) sú v rozpore s právom EÚ. Zlaté akcie podľa SDEU spôsobujú to, že investori z jedného členského štátu sú odrádzaní investovať do spoločností v inom členskom štáte z dôvodu neprímeraných práv štátu, ktorý tak môže zásadným spôsobom zasiahnuť do strategického chodu spoločnosti (*napr. výkonom práva*

³⁸¹ PIHERA, V., Akcie, In: ŠTENGLOVÁ, I., a kol., 2023, op. cit., s. 75.

³⁸² Okrem spomínaných rozsudkov sem patria napr. rozsudok SDEU z dňa 4.6.2002, Komisia v. Portugalsko, C-367/98, rozsudok SDEU z dňa 13.5.2003, Komisia v. Španielsko, C-563/00, rozsudok SDEU z dňa 11.11. 2010, Komisia v. Portugalsko, C-543/08.

³⁸³ Rozsudok SDEU zo 4. 6. 2002, Komisia v. Francúzsko, C-483/99.

³⁸⁴ VICARI, A., 2021, op. cit., s. 122.

³⁸⁵ Stanovy spoločnosti VW obsahovali tri ustanovenia ktoré vyvolávali obavy. Po prvé, stanovovali limit hlasov každého jednotlivého akcionára na 20% hlasovacích práv spoločnosti. Po druhé, stanovovali kvórum potrebné na schválenie uznesenia valnej hromady na 80%. Posledným problematickým ustanovením bolo to, že stanovovali Dolnému Sasku právo vymenovať dvoch členov dozornej rady spoločnosti.

veta). Zlaté akcie a práva s nimi spojené tak predstavujú opatrenia obmedzujúce voľný pohyb kapitálu v zmysle čl. 63 ZFEU, pretože obmedzujú vplyv ostatných akcionárov na riadenie spoločnosti, ktorí tak menej investujú do akcií zahraničných spoločností.³⁸⁶ Jednalo sa o prelomové rozsudky aj vo vzťahu k odôvodneniu, nakoľko voľný pohyb kapitálu bol dovtedy posudzovaný primárne len v súvislosti s otázkami daňového práva.³⁸⁷

Ako však uvádza Vicari, pre účely analýzy prípadného nesúladu akcií s násobným hlasovacím právom s právom EÚ a expanzívny potenciál judikatúry SDEU je judikatúra „*Golden shares*“ o to dôležitejšia, že stanovila fundamentálny princíp, že: „**pridelenie individuálnych mimoriadnych právomocí akcionárom nemôže dosiahnuť takú úroveň, aby sa mohli považovať za "odrádzajúce" vo vzťahu k investorom z členského štátu a ich investícií do spoločnosti z iného členského štátu, a teda spôsobiť obmedzenie voľného pohybu kapitálu v rámci EÚ.**“³⁸⁸

Práve tento princíp sa stal hodnotovým základom ďalšieho významného zásahu do práva obchodných korporácií zo strany SDEU v sérii rozsudkov dnes nazývaných judikatúrou „*Sector specific provisions*“, ktorý dokrešľuje hodnotové nastavenie SDEU a ktoré analyzujem nižšie.

Na základe analýzy judikatúry vo veciach *Golden shares* a *Sector specific provisions* je tak možné uzavrieť, že SDEU v súčasnosti operuje s naratívom, ktorý má značný expanzívny potenciál a môže zásadne ovplyvniť obchodné právo členských štátov, a to, že **vnútroštátne ustanovenia, ktoré môžu mať za následok zabránenie alebo odradenie investorov od cezhraničných investícií do spoločností, možno posúdiť ako "reštriktívne" vo vzťahu k voľnému pohybu služieb a kapitálu a teda ako v rozpore s právom EÚ.**³⁸⁹

3.2.3. Judikatúra *Sector specific provisions*

V nadväznosti na princípy ustanovené v sérii rozsudkov *Golden shares* sa SDEU v priebehu minulého desaťročia zameralo na ďalšiu oblasť obchodného práva, a to konkrétne na oblasť obmedzenia prevoditeľnosti akcií. Väčšina štátov vo svojej právnej úprave zakotvuje možnosť voľnej prevoditeľnosti akcií ale umožňuje spoločnostiam odchyliť sa od tohto pravidla v stanovách a prevoditeľnosť obmedziť.³⁹⁰ Právo EÚ túto oblasť neharmonizuje a upravuje iba

³⁸⁶ PIHERA, V., Akcie, In: ŠTENGLOVÁ, I., a kol., 2023, op. cit., s. 75.

³⁸⁷ GRUNDMANN, S., MÖSLEIN, F., *Golden Shares – State Control in Privatized Companies: Comparative Law, European Law and Policy Aspects*, *European Banking & Financial Law Journal (EUREDIA)* [online], 2003, roč. 2004, č. 1, 2004, [Cit. dat. 25.3.2024], dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=410580>, s. 19.

³⁸⁸ VICARI, A., 2021, op. cit., s. 123.

³⁸⁹ VICARI, A., 2021, op. cit., s. 34.

³⁹⁰ VICARI, A., 2021, op. cit., s. 34

čiastkovo vo vzťahu k publicite informácií v zakladateľských dokumentoch (*stanovuje povinnosť zverejniť informáciu o prípadnom obmedzení prevoditeľnosti akcií v stanovách*).³⁹¹

SDEU však neskúmala zmluvné obmedzenia v zakladateľských dokumentoch ale platnosť zákonných pravidiel, ktoré obmedzujú prevoditeľnosť akcií na určitý okruh akcionárov bližšie definovaných zákonom. V prípadoch, ktoré uvádzam nižšie členské štáty zákonne obmedzili možnosť bližšie určených investorov nadobúdať majetkovú účasť na domácich spoločnostiach. Jednalo sa zo strany zákonodarcov o ochranné opatrenia, ktoré mali zabrániť nežiadúcim dopadom na konkrétne odvetvia hospodárstva.

Konkrétne sa jedná o prípady *Komisia v. Taliansko* (C-531/06) z roku 2009 a prípad lekární, *Komisia v. Francúzsko* (C-89/09) a priemysel bio-medicínskych laboratórií a *Tipou v. Tipou* (81/09) oba z roku 2010 a posledný prípad z roku 2020 *Vivendi v. AGCM* (C-719/18) pre oblasť komunikácií. V prípade *Komisia v. Taliansko* talianska vláda zákonne obmedzila spoločnostiam, ktoré distribuovali lieky možnosť nadobúdať majetkovú účasť v spoločnostiach, ktoré prevádzkovali lekárne. V prípade *Komisia v. Francúzsko* zákonodarca obmedzil možnosť biológom vlastniť podiely na spoločnostiach, ktoré prevádzkujú laboratória biomedicínskych analýz a nakoniec v prípade *Vivendi* boli spoločnosti, ktoré dosahovali vysokého obratu v sektore telekomunikácií obmedzené v možnosti nadobudnúť viac ako 10 % majetkovej účasti v televíznych spoločnostiach. Pre bližší rozbor týchto zaujímavých prípadov odkazujem na pojednávanie Vicariho³⁹² alebo Van Bekkuma.³⁹³

Vo všetkých vyššie popísaných prípadoch SDEU posúdil národné zákony ako v rozpore s právom EÚ, nakoľko podľa jeho názoru vyvolávali účinok, ktorý bránil a odrádzal investorov v cezhraničných investíciách do európskych spoločností, a tak *ipso facto* obmedzovali slobodu usadzovania a voľného pohybu kapitálu v zmysle článkov 56 a 63 ZFEU. Pre úplnosť dodávam, že Európska komisia sa už koncom 90. rokov vyjadrila, že nadobudnutie podielu v spoločnosti investorom z EÚ je formou pohybu kapitálu.³⁹⁴

SDEU tak v podstate rozšíril svoje závery z judikatúry „*Golden shares*“ a aplikoval vytvorené princípy (*že vnútroštátne ustanovenia, ktoré môžu potenciálne odradiť investorov od cezhraničnej akvizície spoločnosti v EÚ sú reštriktívne a nezlučiteľné s voľným pohybom kapitálu*)

³⁹¹ Viz článok 4 písm. d) SMERNICE EURÓPSKEHO PARLAMENTU A RADY (EÚ) 2017/1132 zo 14. júna 2017 týkajúca sa niektorých aspektov práva obchodných spoločností.

³⁹² VICARI, A. 2021, op. cit

³⁹³ VAN BEKKUM, J., *Cross-Border Investments in Undertakings and the Future of EU Company Law*, *European Business Law Review*, 2014, roč. 2014, č. 6, pp. 811-844, ISSN: 0959-6941.

³⁹⁴ EURÓPSKA KOMISIA, *COMMUNICATION OF THE COMMISSION ON CERTAIN LEGAL ASPECTS CONCERNING INTRA-EU INVESTMENT*, (97/C/ 220/06), 1997, s. 16.

na oblasť prevoditeľnosti akcií. SDEU však touto judikatúrou expandovalo viac ako by sa na prvý pohľad mohlo zdať. V judikatúre „*Golden shares*“ dochádzalo k udeleniu špeciálnych práv štátu (*resp. verejným orgánom*), ktoré mohli byť podľa názoru SDEU legitímne iba ak sú aplikované vo vzťahu k strategickým službám. Ako uvádza napr. Sláviková práve tento element tj. že nerovné postavenie medzi štátom a ostatnými akcionármi malo odradzujúci efekt pre akcionárov a bol v prípade prehlásenia rozporu s právom EÚ rozhodujúci.³⁹⁵ Naopak, v analyzovanej sérii rozsudkov SDEU rozširuje svoje závery a zrušilo národné ustanovenia, ktoré nezvýhodňovali pozíciu štátu ako takého ale ktoré vytvárali právny mechanizmus v špecifických odvetviach priemyslu v snahe ich regulácie, a tak vytvárali efekt zvýhodnenia resp. znevýhodnenia potenciálnych (*súkromných*) investorov.³⁹⁶ Inak povedané národné opatrenia, ktoré SDEU zrušilo pre rozpor s voľným pohybom kapitálu nezvýhodňovali štát, dokonca v nich nehral žiadnu rolu, ale boli adresované priamo súkromným spoločnostiam a vytvárali tak efekt znevýhodnenia priamo na niektoré z nich.

Aby sa ale subjekt, ktorý bol nimi zasiahnutý mohol dovolávať jeho rozporu s právom EÚ (*v tomto prípade s primárnym právom*) musí byť preukázané, že môže priamo čerpať výhodu z pravidiel obsiahnutých v ZFEU.³⁹⁷ Musí byť teda dovedený priamy horizontálny účinok ustanovenia ZFEU, ktoré zakladá rozpor s národnými ustanoveniami. Ako uvádza literatúra: „*priamy účinok noriem práva EÚ znamená, že pôsobí voči jednotlivcom nesprostredkované v tom zmysle, že im priznávam subjektívne práva, ktorých sa môžu jednotlivci dovolávať v sporoch pred vnútroštátnymi súdmi.*“³⁹⁸ Avšak ustanovenia primárneho práva majú predovšetkým vertikálne vzostupný priamy účinok tj. jednotlivec sa ich môže dovolávať iba voči štátu za účelom zlepšenia svojho právneho postavenia a nie voči iným subjektom.³⁹⁹ Horizontálny priamy účinok ustanovení ZFEU (*pôsobenie normy medzi jednotlivcami*) nie je automatický a SDEU ho musí judikatúrne dovoliť. Jedná sa o neuzatvorenú množinu ustanovení, ktorá môže byť judikatúrou SDEU proaktívne rozširovaná (*SDEU dovodil horizontálny efekt predovšetkým v oblasti hospodárskej súťaži a voľného pohybu osôb*) a nie je možné vylúčiť, že niektorým ustanoveniam primárneho práva bude priamy účinok v budúcnosti priznaný. Aby mohol byť norme priznaný priamy účinok musí byť jasná a presná tj. musí sa z nej dať jasne dovoliť právo jednotlivca a bezpodmienečná tj. nesmie záležať na upresnení vnútroštátnou normou, ako však vyplýva napríklad z rozhodnutia

³⁹⁵ SLÁVIKOVÁ, L., 2021, op. cit., s. 97.

³⁹⁶ VICARI, A., 2021, op. cit., s. 32.

³⁹⁷ VICARI, A., 2021, op. cit., s. 33.

³⁹⁸ TÝČ, V, SEHNÁLEK, D., In: TOMÁŠEK, M., TÝČ, V., PETRLÍK . D. a kolektiv, 2021, op. cit., s. 69.

³⁹⁹ TÝČ, V, SEHNÁLEK, D., In: TOMÁŠEK, M., TÝČ, V., PETRLÍK . D. a kolektiv, 2021, op. cit., s. 71.

Defrenne (43/75) aj tieto podmienky boli časom SDEU rozvoľnené.⁴⁰⁰ Ako tvrdí napr. Vicari SDEU tak sériou týchto rozhodnutí dovodilo, že článok 63 ZFEU má nielen vertikálny priamy účinok aj aj horizontálny.⁴⁰¹

Z vyššie popísaných dôvodov je možné dovodiť expanziu judikatúry „*Golden shares*“ **na čisto súkromnoprávne vzťahy a z tohto dôvodu vyvolala medzi akademikmi veľký záujem, a to predovšetkým kvôli jej potenciálu expandovať na dovedených princípoch aj do ďalších oblastí národného obchodného práva členských štátov.**⁴⁰² Takýto vývoj nie je úplne prekvapivý, nakoľko ako bližšie popisujem v nasledujúcej kapitole, časť literatúry takýto vývoj predpokladala už po sérii rozsudkov vo veci „*Golden shares*“. Rovnako aj na pôde SDEU sa s takýmto postojom bolo možné stretnúť, a to konkrétne zo strany generálneho advokáta SDEU Maduro vo veciach *KPN/TPG* (C-282/04) a *Viking Line* (C-438/05). Maduro obhajoval široké horizontálne uplatňovanie trhových slobôd, pričom tvrdil, že pravidlá by mali zahŕňať akékoľvek súkromné konanie, ktoré je schopné účinne obmedziť iných vo výkone ich práva na slobodu pohybu.⁴⁰³

3.2.4. Rozpor akcií s násobným hlasovacím právom s právom EÚ

Úplne poslednú časť tejto práce by som chcel venovať úvahám o možnej inkompatibilite akcií s násobným hlasovacím právom s právom EÚ. Do týchto úvah sa čiastočne budú reflektovať závery z kapitoly 1 v ktorej rozoberám dopad vydania takýchto akcií na chod spoločnosti avšak východiskovým bodom bude primárne judikatúra analyzovaná na predchádzajúcich stranách a možná aplikácia vytvorených princípov v tejto judikatúre na akcie s násobným hlasovacím právom. Na začiatku zosumarizujem aktuálny názor na túto problematiku v literatúre a následne sa pokúsím poskytnúť komplexný záver k potenciálnemu riziku zákazu akcií s násobným hlasovacím právom zo strany SDEU.

V nadväznosti na analýzu judikatúry „*Golden shares*“ a predovšetkým sériu rozsudkov „*Sector specific provisions*“ v ktorých došlo k stanoveniu princípu, že vnútroštátne ustanovenia, ktoré môžu odradiť investorov od cezhraničných investícií do spoločností, možno posúdiť za inkompatibilné s právom EÚ, a to z dôvodu ich reštriktívnej povahy vo vzťahu k voľnému pohybu služieb a kapitálu, sa potenciálna expanzia judikatúry SDEU do ďalších oblastí obchodného práva

⁴⁰⁰ TÝČ, V, SEHNÁLEK, D., In: TOMÁŠEK, M., TÝČ, V., PETRLÍK . D. a kolektiv, 2021, op. cit., s. 69.

⁴⁰¹ VICARI, A., 2021, op. cit., s. 33/34.

⁴⁰² VICARI, A., 2021, op. cit., s. 34.

⁴⁰³ BEUERLE, C., G., *Shareholders between the market and the state: The VW law and other interventions in the market economy*, *Common Market Law Review* [online], 2012, roč. 2012, č. 49, pp. 97-143, [Cit. 25.3.2024], dostupné z <https://ssrn.com/abstract=2099460>, s. 133.

stala veľmi citlivou otázkou a má potenciál stať sa jednou z hlavných tém judikatúry SDEU v nasledujúcich rokoch. V nadväznosti na túto judikatúru Vicari uvádza: „Začala sa akademická diskusia, ktorá ukazuje viac či menej príklon akademikov k rozšíreniu noriem SDEU (aplikovaných v prípadoch "Golden shares" a "Sector specific provisions") všeobecnejšie na vnútroštátne ustanovenia obchodného práva ako sú napríklad ustanovenia o neproporcionálnych hlasovacích právach alebo tried akcií so zvláštnymi právami.“⁴⁰⁴ Rovnaký názor vyjadrili aj Andenas a Wooldridge, a to už po sérii rozsudkov týkajúcich sa zlatých akcií a pred prvotnou expanziou judikatúry SDEU (*Sector specific provisions*) kedy tvrdili, že obchodné právo členských štátov bude subjektom zvýšeného prieskumu zo strany SDEU, a to vo vzťahu voľnému pohybu kapitálu, čo potenciálne môže viesť k ďalšej harmonizácii.⁴⁰⁵ Táto judikatúra tak vnáša do sveta obchodného práva pomerne veľkú neistotu. SDEU sa v analyzovanej judikatúre zameril na to, či je v dôsledku určitého inštitútu (*zlaté akcie*) alebo zákonného ustanovenia, prístup ku kapitálovej investícii právne alebo fakticky znemožnený alebo ho činí aspoň menej atraktívny. V podstate tak akékoľvek ujednanie, ktoré obmedzuje rozhodovaciu právomoc akcionárov môže byť z hľadiska obmedzenia voľného pohybu kapitálu relevantné, pretože potenciálne spôsobuje, že investícia do takéhoto podielu je menej atraktívna, a teda môže byť posúdené ako reštriktívne.⁴⁰⁶ Grundmann a Mösllein už po sérii rozsudkov vo veci *Golden shares* upozorňovali, že môže prísť k “širokospektrálnej” aplikácii ustanovených princípov na celú oblasť obchodného práva a SDEU by sa (*bez právomoci EÚ harmonizovať túto oblasť práva*) mohol zhostiť role negatívneho zákonodarcu a podrobiť prieskumu mnohé ustanovenia národných úprav.⁴⁰⁷ Takýto scenár prirovnávali k tzv. “*horror iuris*” zo začiatku 90. rokov.⁴⁰⁸

Jeden z možných inštitútov, ktorý môže byť subjektom prieskumu sú práve akcie s násobným hlasovacím právom, nakoľko schémy duálnych akcií, ktoré väčšinou zvýhodňujú zakladateľov (*tj. domácich investorov*) by sa mohli považovať za inštitút, ktorý bráni zahraničným investorom v slobodnom uskutočňovaní cezhraničných transakcií (*viz odôvodnenie v judikatúre Golden shares*). Adopcia duálneho systému akcií väčšinou predchádza obdobiu pred *IPO* a je spojená so snahou zakladateľov zachovať si kontrolu nad spoločnosťou. Európske špecifikum je

⁴⁰⁴ VICARI, A., 2021, op. cit., s. 34.

⁴⁰⁵ ANDENAS, M., WOOLDRIDGE, F., *European comparative company law*, Cambridge:Cambridge University Press,2009,ISBN: 978-0-521-84219-8, s. 20.

⁴⁰⁶ GRUNDMANN, S., MÖSLEIN, F., 2003, op. cit., s. 2, 22.

⁴⁰⁷ GRUNDMANN, S., MÖSLEIN, F., 2003, op. cit., s. 22.

⁴⁰⁸ Termín „*horror iuris*“ používala časť literatúry na popis procesov v 90. rokoch minulého storočia. Medzi akademikmi v tom čase existovali obavy, že SDEU môže preskúmať celú oblasť súkromného práva členských štátov z hľadiska súladu so základnými právami EÚ. Viz GRUNDMANN, S., MÖSLEIN, F., 2003, op. cit., s. 22.

dané koncentrovanou akciovou štruktúrou spoločností a typickou prítomnosťou kontrolného akcionára (*resp. rodiny, ktorá kontroluje spoločnosť*).⁴⁰⁹ Adopcia akcií s násobným hlasovacím právom tak v Európe bude, aj keď nepriamo, takmer vždy viesť k zvýhodneniu domácich akcionárov. Toto tvrdenie nepriamo potvrdzuje aj *ratio* jednotlivých reforiem, ktoré v súčasnosti na európskom kontinente môžeme pozorovať. Ako uvádzam napríklad vo vzťahu k reforme v Nemecku (*viz 2.3.3*), jej cieľom je dosiahnuť udržanie nemeckých spoločností pod kontrolou ich (*nemeckých*) zakladateľov a zabrániť odlivu kapitálu do zahraničia. Je teda možné dospieť k záveru, že na základe špecifik Európy môže adopcia duálneho systému akcií viesť v jednotlivých prípadoch k zníženiu atraktivity cezhranične investovať do európskych spoločností a nie je tak možné vylúčiť potenciály budúci prieskum tohto inštitútu zo strany SDEU. Tento záver nie je ojedinelý a je podporený aj názormi rady akademikov, ktoré uvádzam na nasledujúcich riadkoch.

Riziko expanzie judikatúry SDEU na akcie s násobným hlasovacím právom považuje za reálne okrem Vicariho, ktorý tvrdí, že emitovanie tried akcií a disproporčnými hlasovacími právami (*najmä v extrémnejších prípadoch*) by sa v budúcnosti mohlo stať predmetom prieskumu SDEU z dôvodu uprednostňovania domácich investorov a blokácie cezhraničných investícií,⁴¹⁰ napríklad aj Van Bekkum. V nadväznosti na judikatúru „*Sector specific provisions*“ uvádza, že princípy stanovené v týchto prípadoch dôrazne podporujú budúci rozvoj judikatúry SDEU, ktorá môže určité ustanovenia obchodného práva prehlásiť za obmedzujúce voľný pohyb kapitálu, nakoľko bránia alebo odrádzajú investorov od cezhraničných investícií v európskych podnikoch, a to: „*bez ohľadu na to, či tieto pravidlá zvýhodňujú pozíciu členských štátov alebo nie mohla by ovplyvniť mnohé vnútroštátne pravidla ako napríklad vernostné akcie alebo akcie s násobným hlasovacím právom.*“⁴¹¹

Potenciálny rozpor akcií s násobným hlasovacím právom s právom EÚ dovodujú aj Grundmann a Möslein a odôvodňujú to zaujímavou tézou. Tvrdia, že podľa doktríny práva EÚ platí univerzálne akceptovaná téza, že zo základných slobôd EÚ vyplývajú do určitej miery povinnosti aj súkromným subjektom ale SDEU nepreskúmava vnútroštátne pravidlá s ohľadom na základné slobody stanovené v primárnom práve, ak tieto pravidlá podliehajú autonómií strán a ich voľbe.⁴¹² To však neplatí, ak zákonodarca udeľuje subjektom súkromného práva právomoci, ktoré umožňujú obmedzenie základných slobôd bez toho, aby sa vyžadoval súhlas dotknutej strany.⁴¹³

⁴⁰⁹ Viac sa tejto problematike venujem v kapitole 1.4.1.4.

⁴¹⁰ VICARI, A., 2021, op. cit., s. 117.

⁴¹¹ VAN BEKKUM, J., 2014, op. cit., s. 811.

⁴¹² GRUNDMANN, S., MÖSLEIN, F., 2003, op. cit., 23 a nasl.

⁴¹³ GRUNDMANN, S., MÖSLEIN, F., 2003, op. cit., 23.

Podľa ich tézy teda ak štát umožní adoptovať spoločnosti akcie s násobným hlasovacím právom, čo efektívne odradí zahraničných investorov od investovania do tejto spoločnosti a *ipso facto* obmedzí ich základné právo v podobe voľného pohybu kapitálu, môže to spadať pod potenciálny prieskum SDEU z dôvodu inkompatibility s právom EÚ. Vo svojej práci predpovedali, že judikatúra „*Golden shares*“ bude mať ďalekosiahle dôsledky na oblasť obchodného práva členských štátov a v rámci svojej tézy potom sami dovodujú, že inštitúty ako hlasovací strop (*voting caps*) alebo **práve akcie s násobným hlasovacím právom vykazujú najväčšie riziko potenciálneho prieskumu zo strany SDEU z dôvodu obmedzenia voľného pohybu kapitálu**. Ako však sami uvádzajú, potenciálne reštriktívny charakter môžu mať v praxi akcie s násobným hlasovacím právom len v prípade kótovaných spoločností, nakoľko v prípade súkromných akciových spoločností je možnosť obmedzenia voľného pohybu kapitálu (*tým že sa zníži atraktivita pre zahraničných investorov*) skôr hypotetická.⁴¹⁴

Čiastočnú relevanciu judikatúry „*Golden shares*“ k akciám s násobným hlasovacím právom a ich budúcemu prieskumu dovodzuje taktiež aj Ventruzzo, ktorý tvrdí, že zlaté akcie v podstate predstavujú osobitnú aplikáciu akcií s rôznou váhou hlasu a EÚ spolu so SDEU prejavujú obavy z účinkov akcií s násobným hlasovacím právom na slobodu pohybu.⁴¹⁵ Zaujímavejšia je však jeho myšlienka ohľadne špecifickej motivácie zákonodarcov za prijatými reformami, ktoré umožňujú adoptovať akcie s násobným hlasovacím právom. Hlavným cieľom prebiehajúcich reforiem je podľa neho snaha o zatraktívnenie národnej právnej úpravy a domácich kapitálových trhov, a to pod tlakom regulačnej súťaže (*tento názor je v súlade so závermi s kapitoly 2 v ktorej túto problematiku analyzujem*). Ďalej však upozorňuje na možnosť, že za týmito legislatívnymi zmenami treba hľadať aj sebeckejšie záujmy zákonodarcov spojené s cieľom zachovať štátnu kontrolu nad podnikmi, ktoré by mohli byť sprivatizované.⁴¹⁶ Ako sám uvádza: „*Snaha vytvoríť stimuly pre vstup na burzu určite ovplyvnilo zákonodarcov rovnako ako aj úprimné presvedčenie, že akcie s násobným hlasovacím právom by za určitých okolností mohli byť transparentnejším a investorom ústretovejším nástrojom na posilnenie kontroly, napríklad na rozdiel od akcionárskych dohôd....Mali by sme však zmieniť aj možnosť, že vláda zaviedla nový nástroj umožňujúci menšinovú kontrolu s ohľadom na pripravované privatizácie štátnych podnikov. To by mohlo umožniť talianskemu ministerstvu financií predat' veľké množstvo akcií a speňažiť tak hodnotu týchto spoločností bez toho, aby nad nimi stratilo kontrolu.*“⁴¹⁷ Ventruzzo touto myšlienkou

⁴¹⁴ GRUNDMANN, S., MÖSLEIN, F., 2003, op. cit., 24.

⁴¹⁵ VENTORUZZO, M., 2015, op. cit., s. 6.

⁴¹⁶ *Ibidem*, s. 3.

⁴¹⁷ *Ibidem*, s. 13.

narážal na reformu v Taliansku ale považujem ju za univerzálne aplikovateľnú vo svetle prebiehajúcej vlny reforiem. Ak by sa prípadne táto domnienka ukázala byť pravdivou a štáty by zavedenie možnosti adoptovať akcie s násobnou hlasovacou silou využívali ako nástroj ktorým by obchádzali zákaz vydávania zlatých akcií s cieľom udržať si vplyv nad strategickými spoločnosťami, prinieslo by to do tejto problematiky nespochybniteľne novú dynamiku. Formálne by tak obišli zákaz stanovený judikatúrou vo veci zlatých akcií, nakoľko by sa nejednalo o akcie, ktoré by štátu priznávali špeciálne práva (ako napr. *právo veta*) ale adopciu univerzálne dostupného nástroja obchodného práva, ktorý by im však umožnil držať minoritný podiel v spoločnosti a napriek tomu mať prevahu na valnej hromade. Materiálne by tak v prípade správneho nastavenia veľkosti podielu a násobku hlasovacích práv docielili rovnakého efektu. Otázne ostáva či by adopcia akcií s násobným hlasovacím právom v spoločnosti kde je akcionárom štát nebol v rozpore s judikatúrou „*Golden shares*“. Na to by prípadne muselo záväznú odpoveď poskytnúť až SDEU. Každopádne, ak by skutočne medzi členskými štátmi vznikla prax využívania tohto inštitútu v štátom vlastnených spoločnostiach za účelom privatizácie, považujem za pravdepodobnejšie, že by SDEU mohol zaujať negatívne stanovisko v otázke rozporu akcií s násobným hlasovacím právom s právom EÚ.

Geens a Clottens poukazujú aj na potenciálnu možnosť presadenie pravidla „*one share-one vote*“ cez judikatúru SDEU. Dokladajú to tvrdením, že podporuje voľný pohyb kapitálu a slobodu usadzovania, nakoľko poskytuje väčšiu mieru právnej istoty medzi spoločnosťami, ktoré sa rozhodnú presídliť v rámci EÚ a môžu aj stimulovať cezhraničné investovanie.⁴¹⁸ Podporujú aj vyššie uvedené tvrdenia, že *CEMs* odstrašujú investorov od cezhraničného investovania. Hoci nezaujímajú jednoznačné stanovisko v tejto problematike, pracujú s hypotézou, že SDEU môže v budúcnosti potenciálne zakázať všetky nástroje, ktoré sú schopné odstrašiť investorov od cezhraničného investovania, a to však výlučne v kótovaných spoločnostiach.⁴¹⁹ V čase písania článku však uvádzajú, že budúci vývoj môže závisieť od toho či SDEU rozšíri princípy voľného pohybu kapitálu do súkromnej sféry a prizná čl. 63 ZFEU priamy horizontálny účinok, čo SDEU efektívne spravilo v judikatúre „*Sector specific provisions*“ (viz kapitola 3.2.3).

Ako uvádzam vyššie, aj na samotnom SDEU historicky zaznievali hlasy o prieskume inštitútov obchodného práva, ktoré môžu potenciálne narušiť voľný pohyb kapitálu. V tejto veci musím opätovne upozorniť na názory generálneho advokáta SDEU Madura. Vo veci *KPN/TPG* (C-282/04) uvádza, že: „*treba si položiť otázku, či môže samotná právna úprava, ktorá umožňuje*

⁴¹⁸ GEENS, K., CLOTTENS, C., 2010, op. cit., s. 35.

⁴¹⁹ *Ibidem*, s. 41.

niektorým akcionárom získať určité osobitné práva smerujúce k ich ochrane pred trhovými procesmi predstavovať obmedzenie voľného pohybu kapitálu. Právna úprava tohto druhu môže obmedziť prístup ku kapitálu na vnútroštátnom trhu tým, že chráni postavenie určitých podnikateľských subjektov, ktoré na uvedenom trhu získali pevné postavenie. Takými podnikateľskými subjektmi budú okrem toho pravdepodobne domáci akcionári. **Právna úprava tohto druhu môže preto brániť prístupu na vnútroštátny trh investorom usadeným v iných členských štátoch.**⁴²⁰ Rovnako v prípade *Viking Line* (C-438/05) potvrdzuje svoj názor a uvádza, že: „**pravidlá o slobode pohybu sa použijú priamo na akékoľvek súkromnoprávne jednanie, ktoré je schopné skutočne obmedziť ostatné osoby vo výkone ich práva na voľný pohyb.**“⁴²¹

Naopak Ferrarini sa k potenciálnej aplikácii záverov z judikatúry „*Golden shares*“ na inštitúty ako hlasovací strop či práve akcie s násobným hlasovacím právom stavia zdržanlivo a považuje za nepravdepodobné, že by sa vo vzťahu k voľnému pohybu kapitálu mohli dostať pod drobnohľad SDEU.⁴²² Ferrarini tvrdí, že v judikatúre SDEU je kladený dôraz na zapojenie orgánu verejnej moci, čo implicitne ukazuje, že samotné využitie mechanizmov práva obchodných spoločností nemôže predstavovať obmedzenie základných slobôd.⁴²³ Ferrariniho závery je možné interpretovať aj tak, že pokiaľ neprichádza k priznaniu špeciálnych práv štátu, je nepravdepodobné, že inštitút obchodného práva môže byť prehlásený v rozpore s právom EÚ, z dôvodu obmedzenia voľného pohybu kapitálu.

Rovnako ako Ferrarini ani Beuerle nepovažuje priznanie špeciálnych práv akcionárom v stanovách za v rozpore s voľným pohybom kapitálu ak do tohto mechanizmu nie je zapojený štát. Spomína síce fakt, že niektorí autori očakávajú, že judikatúra SDEU sa môže rozšíriť na právne vzťahy medzi súkromnými osobami čo by znamenalo, že akýkoľvek mechanizmus posilnenia kontroly obsiahnutý v stanovách spoločnosti je potenciálne v rozpore s článkom 63 ZFEU ale takýto potenciálny vývoj kritizuje.⁴²⁴ Uvádza, že nie je jasné na akom základe by malo ustanovenie ZFEU obmedzovať zmluvnú slobodu subjektov, ktorí sa rozhodnú implementovať *CEMs* do stanov. Priznáva ich adopcii potenciálny reštriktívny efekt na investície ale upozorňuje, že rovnako aj ich zákaz môže mať obdobný reštriktívny dopad, nakoľko môže odradiť investorov, ktorí chcú investovať na základe možnosti dosiahnuť minoritnú kontrolu spoločnosti. Podľa jeho názoru teda nie je možné povedať či bude mať väčší reštriktívny dopad na voľný pohyb kapitálu

⁴²⁰ Rozsudok SDEU zo dňa 28.9.2006, Komisia v. Holandsko, C-282/04, bod 24.

⁴²¹ Rozsudok SDEU z dňa 1.12.2007, The International Transport Workers' Federation a The Finnish Seamen's Union, C-438/05, bod 43.

⁴²² FERRARINI, G., 2006, op. cit., s. 21.

⁴²³ *Ibidem*, op. cit., s. 21.

⁴²⁴ BEUERLE, G., 2012, op. cit., s. 133 a nasl.

zavedenie alebo naopak zákaz *CEMs*, a teda je ťažké pochopiť, na akom základe možno jednu z možností uprednostniť.⁴²⁵ V prípade nejasného výsledku tak uprednostňuje vyhnúť sa regulatívnejmu zásahu a nechať adopciu *CEMs* na trhu.⁴²⁶ Upozorňuje taktiež na fakt, že ustanovenia ZFEU majú dopadať iba na také jednania súkromných subjektov, ktoré môžu „efektívne“ alebo „zásadne“ ovplyvniť trhové slobody a odvoláva sa pri tom mimo iného na stanovisko generálneho advokáta Madura analyzované vyššie.⁴²⁷ **Beuerle teda považuje za chybné nekriticky priznať ustanoveniam voľného pohybu kapitálu priamy horizontálny účinok na všetky situácie a uzatvára, že špeciálne práva priznané akcionárom v stanovách by nemali patriť do rozsahu pôsobnosti ZFEU, ak sú vytvorené bez akejkoľvek účasti verejných orgánov.**⁴²⁸

Vo vzťahu k Ferrariniho a Beuerleho záverom považujem za potrebné uviesť, že boli publikované ešte pred judikatúrou „*Sector specific provisions*“, ktorá závery použité vo vzťahu k zlatým akciám čiastočne rozšírila na vzťahy bez zapojenia orgánu verejnej moci čisto v súkromnoprávnej rovine.

Po zhrnutí relevantných názorov by som na nasledujúcich riadkoch rád pokúsil o ucelený záver k tejto problematike. Zhodnotenie prípadného rizika zákazu akcií s násobným hlasovacím právom z dôvodu ich inkompatibility s právom EÚ závisí od dvoch samostatných rovín. Procesnej tj. či SDEU rozšíri princípy voľného pohybu kapitálu do sféry čisto súkromnoprávných vzťahov, dovedí úplný priamy horizontálny účinok čl. 63 ZFEU a tým si otvorí cestu k prieskumu v podstate všetkých inštitútov národného obchodného práva s argumentáciou, že *per se* môžu narušovať voľný pohyb kapitálu a hmotnejprávnej tj. či SDEU dovedí reštriktívny charakter konkrétne akcií s násobným hlasovacím právom vo vzťahu k voľnému pohybu kapitálu na základe ich vplyvu na cezhraničné transakcie.

Väčšina vyššie citovaných autorov podmieňovala budúci prieskum súladu inštitútov obchodného práva s právom EÚ zo strany SDEU rozšírením princípov voľného pohybu kapitálu zo ZFEU na čisto súkromnoprávne vzťahy. Judikatúra „*Sector specific provisions*“ to síce nepochybné čiastočne spravila (*viz kapitola 3.2.3*) ale podľa môjho názoru nie je na základe týchto rozsudkov automaticky možné dovoliť, že by sa SDEU pustilo do prieskumu inštitútov obchodného práva na základe premisy, že každý inštitút obchodného práva *per se* je spôsobilý obmedziť voľný pohyb kapitálu (*teda aj v prípade, že nezvýhodňuje štát ako subjekt právneho*

⁴²⁵ *Ibidem*, s. 134.

⁴²⁶ *Ibidem*, s. 134.

⁴²⁷ *Ibidem*, s. 135.

⁴²⁸ *Ibidem*, s. 136.

vzťahu). Na predchádzajúcich riadkoch úmyselne uvádzam, že táto judikatúra len „čiastočne rozšírila“ princípy voľného pohybu kapitálu na čisto súkromnoprávne vzťahy, a to z dôvodu špecifickej povahy týchto rozsudkov. Všetky analyzované rozsudky v kapitole 3.2.3 sa týkali zákonov, ktoré zakazovali majetkovú účasť v spoločnostiach určitým akcionárom v špecifických sektoroch hospodárstva a ktorým tak SDEU priznal reštriktívny účinok na voľný pohyb kapitálu. Prieskum inštitútov obchodného práva, ktoré spoločnosti na základe zmluvnej autonómie a svojich špecifických potrieb adoptujú v stanovách spoločnosti, pre ich potenciálny reštriktívny dopad na voľný pohyb kapitálu považujem za diametrálne odlišnú situáciu. SDEU si tak síce judikatúrou „*Sector specific provisions*“ potenciálne vytvára chodník k ich budúcemu prieskumu, ktorý by ale od SDEU vyžadoval urobiť ďalší krok smerom k invazívnemu prieskumu ustanovení národného práva členských štátov. Takýto krok by mal nepochybne ďalekosiahle následky na obchodné právo členských štátov a osobne ho považujem za otvorenie „*pandorinej skrinky*“, ktoré by potenciálne mohlo viesť k rozsiahlej negatívnej harmonizácii obchodného práva. Nakoľko harmonizácia obchodného práva je politicky citlivou témou, čo sa historicky prejavilo pri prijímaní smerníc v tejto oblasti, je otázne či je SDEU odhodlaný takýto krok spraviť a začať prieskum jednotlivých inštitútov národného práva ako napr. hlasovacie stropy, akcie bez hlasovacieho práva či špeciálne práva spojené s akciami pre ich potenciálne reštriktívne účinky na cezhraničné investovanie v EÚ.

Mimoriadne dôležitá je v tejto otázke aj politická rovina. Aktuálna legislatívne snaha Európskej komisie zaviesť celoeurópsku reguláciu akcií s násobným hlasovacím právom pre *SMEs* (viz kapitola 3.1.2), ktorá reflektuje hodnotovú zmenu Európskej komisie k možnosti prelamovať proporionalitu hlasovacieho práva, môže prípadný prieskum zásadne ovplyvniť. Pripomínam, že Európska komisia sa k tejto smernici odhodlala s cieľom posilniť kapitálové trhy EÚ, a to jednak z dôvodu ekonomických problémov spôsobených pandémiou COVID-19 a vojnou na Ukrajine ale aj s vidinou naštartovania ekonomiky s cieľom zabezpečiť financovanie potrebné na plnenie Európskej zelenej dohody. Za rovnako dôležitý faktor považujem z politického hľadiska aj aktuálne prebiehajúcu vlnu reforiem, ktorou aj štáty dlhodobo hodnotovo presadzujúce princíp „*one share-one vote*“ postupne umožňujú zavádzanie akcií s násobným hlasovacím právom, a to taktiež v snahe podporiť národné ekonomiky a domáce kapitálové trhy (viz kapitola 2). Z politického hľadiska tak považujem za nepravdepodobné, že by sa v súčasnej dobe SDEU pustilo do prieskumu akcií s násobným hlasovacím právom vzhľadom na súčasný trend hodnotového príklonu členských štátov a Európskej komisie k tomuto inštitútu, a to predovšetkým so zreteľom na projektovanú úlohu akcií s násobným hlasovacím právom v podpore kapitálových trhov tj. ekonomický štartér Eurozóny. Prípadný opačný scenár by tak mohol vyvolať inštitucionálny

rozbroj medzi SDEU a Európskou komisiou, a to samozrejme so značnou zainteresovanosťou členských štátov.

Samostatnou otázkou zostáva či by následne v prípade prieskumu akcií s násobnou hlasovacou silou SDEU dovodilo ich reštriktívny charakter vo vzťahu k voľnému pohybu kapitálu, a teda ich rozpor s právom EÚ. Súhlasím s názorom Geensa a Clottensa, že akcie s násobným hlasovacím právom môžu mať potenciálne reštriktívny charakter výlučne v prípade kótovaných spoločností, nakoľko v prípade súkromných akciových spoločností s malým okruhom akcionárov je prípadná investícia akcionára zo zahraničia skôr hypotetickou možnosťou a typicky sa bude jednať o investora, ktorý disponuje dobrou znalosťou fungovania podniku.

V prípade kótovaných spoločností je otázka samozrejme komplexnejšia. Akcie s násobným hlasovacím právom je inštitút, ktorý je podporovaný predovšetkým zakladateľmi spoločností, rodinnými akcionármi a strategickými resp. dlhodobými akcionármi, ktorí vlastnia podstatnú časť akcií. To nie je prekvapivé, nakoľko práve tento typ akcionárov využíva tento inštitút na upevnenie svojich rozhodovacích právomocí, typicky v nadväznosti na odpredaj určitej majetkovej účasti. Naopak, inštitucionálni investori ako banky alebo hedgeové fondy, ktorí typicky investujú na kratší horizont a preferujú rýchlejšie zhodnotenie investícií sú historicky odporcami ich využívania (*rovnako ako iných druhov CEMs*). Vysvetlenie je rovnako jednoduché, nakoľko sa vo väčšine prípade jedná o minoritných akcionárov, ktorých adopcia duálneho systému v spoločnosti v otázkach hlasovacej sily poškodí. Tieto závery nie sú nijak prevratné a viac krát ich uvádzam v kapitole 1. Tento sumár uvádzam z toho dôvodu, že nie je ťažké si predstaviť, že v určitých prípadoch a reáliách konkrétnych spoločností môže mať adopcia akcií s násobným hlasovacím právom voči inštitucionálnym investorom odstrašujúci efekt, a teda *ad hoc* pôsobiť na pohyb voľného kapitálu reštriktívne. V prípade určitého druhu spoločností ako napr. technologické spoločnosti, však adopcia duálneho systému akcií nemusí mať zásadný vplyv na investičné stratégie inštitucionálnych investorov. Ako analyzujem v kapitole 1.3.2, technologické spoločnosti v súčasnosti najčastejšie adoptujú duálny (*často krát aj triálny*) systém akcií a široká paleta dôvodov ako napr. atypický sektor podnikania alebo významná rola zakladateľa, vedú k tomu, že inštitucionálni investori natoľko dôverujú strategickým rozhodnutiam zakladateľov, že do nich neprestávajú utlmať svoje investície. V prípade takýchto spoločností teda akcie s násobnou silou nebudú pravdepodobne vytvárať reštriktívny efekt. Naopak ako dobre pripomína Beuerle rovnako reštriktívny dopad na voľný pohyb kapitálu môže mať v určitých prípadoch aj zákaz vydávať akcie s násobným hlasovacím právom tj. povinné zavedenie „*one share-one vote*“ systému, nakoľko existuje určitá skupina investorov, ktorí majú záujem investovať v snahe získať minoritnú kontrolu nad spoločnosťou odkupom akcií, ktoré im zabezpečia nepomerne silnú

rozhodovaciú právomoc. Nepochybne teda existujú v rámci európskych cezhraničných investícií strany, ktoré preferujú investovať do spoločností, ktoré v stanovách adoptujú *CEMs* a naopak investori, ktorých investičná stratégia je nadobúdať majetkovú účasť v spoločnostiach, ktoré fungujú na princípe „*one share-one vote*“. Ako uvádza Beuerle: „*Ide o dva pomerne podobné záujmy, ktoré sa zakladajú na otázke či a ako by mal byť ekonomický záujem spojený s kontrolou spoločnosti. Je ťažké pochopiť, na akom základe možno jeden záujem uprednostniť pred druhým.*“⁴²⁹ Toto by bola nepochybne argumentácia s ktorou by sa SDEU prípadne musel vyrovnávať.

Za dôležitý faktor taktiež považujem názor, ktorý sa opakuje u rady autorov⁴³⁰ tj. že v prípade súkromných subjektov by sa nemalo posudzovať každé jednanie, ktoré môže potenciálne v limitovanom rozsahu spôsobiť reštrikciu voľného pohybu kapitálu ale iba také chovanie, ktoré je spôsobilé ovplyvniť voľný pohyb kapitálu „efektívne“ alebo „podstatne.“ SDEU by teda muselo dokázať podstatný dopad akcií s násobným hlasovacím právom na voľný pohyb kapitálu v EÚ aby mohlo argumentovať ich rozpor s právom EÚ, čo považujem skôr za nepravdepodobné, a to z vyššie popísaných dôvodov.

SDEU by v prípade prípadného prieskumu podľa môjho názoru musel reflektovať aj ostatné (*pozitívne účinky*) akcií s násobným hlasovacím právom a tie proporcionálne vyvažovať voči ich potenciálnemu reštriktívnemu účinku vo vzťahu k voľnému pohybu kapitálu. SDEU by tak mohlo zohľadniť ich predpovedaný pozitívny účinok na kapitálové trhy a ekonomiku Eurozóny ako to predstavuje vo svojich dokumentoch Európska komisia.⁴³¹ Relevanciu prikladám predovšetkým proklamovanému cieľu podpory kapitálových trhov, ktorého integrálnou súčasťou je zavedenie akcií s násobným hlasovacím právom pre *SMEs* (*viz kapitola 3.1.2*) tj. zabezpečenie financovania potrebného pre plnenie Európskej zelenej dohody.⁴³² Uvádzam to samozrejme v nadväznosti na všeobecne známu snahu EÚ o zníženie klimatickej záťaže a veľkého množstva politik v tejto oblasti ako práve Európska zelená dohoda.⁴³³ Ingerencia politiky životného prostredia a udržateľnosti do práva EÚ a nadväzujúcej praxe orgánov EÚ by nebola prelomová. Príkladom je napríklad vplyv udržateľnosti na posudzovanie zakázaných dohôd v oblasti ochrany hospodárskej súťaže. Európska komisia od roku 2020 vydáva usmernenia, ktoré poskytujú rámec na posúdenie zlučiteľnosti dohôd medzi konkurentmi, ktoré sledujú ciele udržateľnosti, s článkom

⁴²⁹ BEUERLE,G., 2012, op. cit., s. 134.

⁴³⁰ Viz BEUERLE,G., 2012, op. cit., s. 135.

⁴³¹ Viz kapitola 3.1.2.

⁴³² EURÓPSKA KOMISIA, nový akčný plán, 2020, op. cit.

⁴³³ Jedná sa o súbor politických iniciatív Európskej komisie schválených v roku 2020, ktorých hlavným cieľom je dosiahnuť, aby Európska únia bola do roku 2050 klimaticky neutrálna.

101 ZFEU.⁴³⁴ Na základe týchto usmernení môže inak zakázaná účinková dohoda obmedzujúca hospodársku súťaž, ktorá nespadá pod tzv. „tvrdé obmedzenie“ (*napr. fixácia ceny, kvantity alebo kvality*) byť vyňatá zo zákazu ak sleduje tzv. udržateľné ciele. Samozrejme, je otázne nakoľko by SDEU pri právnom posúdení reflektovalo tieto aspekty ale podľa môjho názoru im je treba prikladať potenciálne silný vplyv, a to minimálne z politického pohľadu.

Z vyššie analyzovaných dôvodov aktuálne považujem prieskum a následné prehlásenie akcií s násobným hlasovacím právom za inkompatibilné s právom EÚ zo strany SDEU za nepravdepodobné (jednak z rady politických dôvodov popísaných vyššie) ale predovšetkým nie je podľa môjho názoru možné dokázať obecný podstatný reštriktívnych účinkov na voľný pohyb kapitálu.

V takomto prípade, kedy je výsledok navrhovanej regulácie nejasný (*tj. považujeme prípadný zákaz za negatívnu harmonizáciu zo strany SDEU*) by mal niesť „dôkazné bremeno“ ten, ktorý navrhuje regulačnú intervenciu *tj. v tomto prípade SDEU z pozície negatívneho zákonodarcu*. Ako uvádza Coase vo vzťahu k externalitám, regulácia vždy prichádza s istým stupňom rizika, že regulačný orgán správne nezhodnotí a nevyčísli všetky relevantné faktory, a teda zavedená regulácia spôsobí čisté náklady.⁴³⁵ Vo vzťahu k tejto otázke sa hodnotovo opätovne (*ako na prvých stránkach tejto práce*) vraciam k tvrdeniam Easterbrooka a Fischela, že: „*korporácia je komplexný súbor explicitných a implicitných zmlúv a právo obchodných spoločností umožňuje účastníkom vybrať si optimálne usporiadanie pre mnohé rôzne súbory rizík a príležitostí, ktoré sú k dispozícii v ekonomike, žiadny súbor podmienok nebude najlepší pre všetkých*“⁴³⁶, a teda voľný pohyb kapitálu a jeho obmedzenie vo vzťahu k týmto spoločnostiam nechať na samotný trh a vyhnúť sa neuváženému regulačnému zásahu. V prípade odradenia potenciálnych investorov z dôvodu adopcie duálneho systému akcií (*vyvolania reštriktívneho účinku na voľný pohyb kapitálu*) by boli spoločnosti sami donútené zmeniť svoje vnútorné usporiadanie a zatriktívniť sa pre kapitálové trhy a potenciálnych investorov.

⁴³⁴ Viac k tejto problematike viz napr. ESRBOL, N. C., ITALIANER, A., NAYDENOVA, L., *Latest Developments in EU Antitrust and ESG*, in: www.arnoldporter.com. [online], 2023, [Cit. dat. 25.3.2024], dostupné z: <https://www.arnoldporter.com/en/perspectives/advisories/2023/11/latest-developments-in-EU-antitrust-and-esg>.

⁴³⁵ COASE, R. H., *The Firm, the Market, and the Law*, Chicago: University of Chicago Press, 1988, ISBN: 0-226-11100-8, s. 24–28.

⁴³⁶ EASTERBROOK, F. H. FISCHEL D. R., 1989, op. cit, s. 1417.

3.2.5. Záver

Bližšia analýza súčasného stavu v EÚ pomerne jasne vedie k záveru, že akciám s násobným hlasovacím právom sa na starom kontinente tzv. „blízka na lepšie časy“. Európska komisia prešla rovnako ako rada členských štátov v posledných rokoch značnou hodnotovou premenou a postupne sa odkláňa od presadzovania systému „*one share-one vote*“. Európska komisia vnímajúc pozitívne aspekt tohto inštitútu vidí v akciách s násobným hlasovacím právom potenciálny ekonomický stimulant predovšetkým pre *SMEs*, a to v nadväznosti na problematiku ekonomickú situáciu posledných rokov. V snahe podporiť kótovanie *SMEs* a tým zatraktívniť kapitálové trhy v EÚ a naštartovať ekonomiku Eurozóny, sa dokonca odhodlala k legislatívnym snahám zaviesť čiastkovú harmonizáciu v tejto oblasti pre vymedzený typ *SMEs*. Súčasná situácia naznačuje, že snahy o zákaz tohto inštitútu sú nadobro zabudnuté a pozorujúc vývoj nie len na inštitucionálnej úrovni ale aj vlnu reforiem v členských štátoch (*viz kapitola 2*), ktorá sa nesie v rovnakom duchu, je podľa môjho názoru nepravdepodobné, že by sa v najbližšej budúcnosti vrátili. Všetko teda nasvedčuje, že akciové právo v Európe sa bude v najbližších rokoch viac liberalizovať smerom k prelamovaniu princípu proporcionality vneseného kapitálového rizika a hlasovacej sily a predpokladám, že v najbližších rokoch príde na tomto poli k pomerne zásadnej harmonizácii. Pre tento moment predpokladám, že sa bude jednať o „trhovú harmonizáciu“ (*tj. zblížovanie právnych systémov členských štátov v nadväznosti na prebiehajúcu regulačnú súťaž*) a v prípade prijatia smernice o akciových štruktúrach s viacnásobnými hlasovacími právami pre *SMEs* aj nadväznosti na túto čiastkovú inštitucionálnu harmonizáciu. V prípade postupujúceho zblížovania právnej úpravy členských štátov a prípadného úspechu smernice pre *SMEs* nie je možné vylúčiť ani budúcu celkovú harmonizáciu tejto oblasti zo strany EÚ. Takáto alternatíva však bude závisieť do značnej miery od politickej vôle členských štátov.

V súčasnej dobe nepovažujem za pravdepodobné, že by prebiehajúca pozitívna vlna prijímania akcií s násobným hlasovacím právom mohla byť potenciálne ohrozená zo strany SDEU. Judikatúra SDEU vo vzťahu k reštrikciám voľného pohybu kapitálu prešla v posledných dvoch desaťročiach značným vývojom a aktuálna situácia naznačuje, že by v budúcnosti mohlo prísť aj k prieskumu jednotlivých mechanizmov obchodného práva pre ich potenciálny vplyv na voľný pohyb kapitálu. Jednalo by sa však o zásadný krok, ktorý by mohol mať potenciálne ďalekosiahle následky na celú oblasť obchodného práva. Prípadný prieskum súladu akcií s násobným hlasovacím právom s právom EÚ teda nie je možné vylúčiť ale považujem ho v súčasnej dobe za nepravdepodobný. Rovnako sa staviam k hmotneprávnemu posúdeniu súladu. Adopcia akcií s násobným hlasovacím právom, rovnako ako iných *CEMs*, môže v určitých *ad hoc* situáciách pôsobiť odstrašujúco vo vzťahu k cezhraničným investíciám, avšak nepovažujem v súčasnej dobe

za preukázané, že by akcie s násobným hlasovacím právom obecné pôsobili reštriktívne a boli by spôsobilé „efektívne“ a „podstatne“ negatívne ovplyvniť voľný pohyb kapitálu. Navzdory rade argumentov, ktoré čiastočne implikujú možnú problematickosť tohto inštitútu, nepovažujem po podrobnej analýze akcie s násobným hlasovacím právom v rozpore s právom EÚ. Nevyklúčujem však budúci prieskum zo strany SDEU a prípadné odlišné právne posúdenie situácie. Budúci vývoj judikatúry v tejto oblasti a prípadné rozšírenie princípov súčasnej judikatúry na mechanizmy obchodného práva posilňujúce kontrolu považujem za zaujímavú oblasť výskumu a stotožňujem sa s názormi vyššie citovaných autorov, že sa jedná o oblasť, ktorá má potenciál stať sa s jednou z kľúčových judikatúr v histórii európskej integrácie.

Záver

V úvode tejto práce som vytýčil dve hypotézy a čiastkové výskumné otázky, ktorých zodpovedanie malo viesť k ich potvrdeniu alebo vyvráteniu. Na čiastkové výskumné otázky som postupne odpovedal v priebehu práce a vo vzťahu k týmto záverom a podrobnejšej argumentácii odkazujem na jednotlivé kapitoly. Na najbližších stranách by som rád zosumarizoval jednotlivé závery a zanalyzoval nakoľko sa v priebehu práce potvrdili výskumné hypotézy.

Začnem prvou výskumnou hypotézou (*adopcia akcií s násobným hlasovacím právom má pri správnom nastavení pozitívny dopad na správu a hodnotu spoločnosti, a to z dôvodu posilnenia postavenia akcionárov, ktorí majú lepšiu informovanosť o spoločnosti*). Vo vzťahu k tejto hypotéze bola dôležitá primárne prvá časť tejto práce a čiastkové výskumné otázky, ktoré sa zaoberali dopadmi adopcie duálnej štruktúry akcií na spoločnosť (*viz kapitola 1*).

Prvá kapitola práce potvrdila ustálený názor tuzemskej a zahraničnej literatúry, a to, že duálne štruktúry akcií majú tendenciu adoptovať predovšetkým spoločnosti, ktorých akciovú štruktúru tvoria zakladatelia spoločností (*resp. kontrolná rodina*) a dlhodobí investori. Potenciálnu adopciu akcií s násobným hlasovacím právom umocňuje afinita týchto akcionárov k spoločnosti a snaha o udržanie kontrolných právomocí aj pri nižšej majetkovej účasti. Zaujímavejším záverom tejto práce je však zrastajúca tendencia adopcie duálnych štruktúr technologickými spoločnosťami. Ako preukazujú zahraničné štúdie, tak technologický sektor disponuje špecifickými aspektami, ktoré robia z technologických spoločností ideálnych adeptov na adopciu duálnej štruktúry akcií. Jedná sa primárne o konštantnú potrebu inovácií, významnú závislosť na ľudskom kapitále a špecifické postavenie zakladateľov, ktorí častokrát zosobňujú úspech spoločnosti a presadzujú špecifickú víziu o smerovaní spoločností. Práve dôvera investorov v zakladateľov technologických spoločností umožňuje vydávanie akcií s násobným hlasovacím právom a súčasne neznižovať dôveru trhov v riadenie spoločností.

Adopcia akcií s násobným hlasovacím právom tak prirodzene posilňuje pozíciu zakladateľov a dlhodobých investorov. Ako analyzujem v kapitole 1, takýto akcionári sú zvyčajne lepšie informovaní o dianí v spoločnosti a posilnenie ich hlasovacej sily (*aj nepomerne k ich vnesenému kapitálovému príspevku*) tak môže viesť k informovanejšiemu *ergo* lepšiemu rozhodovaniu spoločnosti o fundamentálnych otázkach. Títo investori zároveň presadzujú dlhohodobejšiu investičnú stratégiu, a tak posilnenie ich hlasovacej sily vedie k presadzovaniu orientácie na dlhodobý rast hodnoty spoločnosti. Adopcia duálnej štruktúry akcií tak môže viesť k eliminácii rozhodnutí orientovaných na krátkodobý zisk (*častokrát na úkor dôležitých investícií*), ktoré môžu byť pre spoločnosť škodlivé. Naopak ich adopcia častokrát vedie k presadeniu špecifickej vízie spoločnosti a dlhodobých investičných plánov, a to z dôvodu ochrany

manažmentu zo strany kontrolných akcionárov v prípade krátkodobého poklesu ziskovosti (*ktorá častokrát pri adopcii dlhodobého investičného plánu môže nastať*). Adopcia duálnej štruktúry akcií rovnako implikuje väčšie investície do výskumu a zvyšuje inovačný potenciál spoločností (z tohto dôvodu vidíme ich vysokú využiteľnosť v technologickom sektore).

Adopcia akcií s násobným hlasovacím právom podporuje pravdepodobnosť kótovania súkromných spoločností na akciové trhy, nakoľko umožňuje ich akcionárom ponechať si kontrolu nad spoločnosťou a znižuje pravdepodobnosť nepriateľského prevzatia. Práve tento aspekt môže byť významný vo vzťahu k snahám Európskej komisie podporovať vstup *SMEs* na kapitálové trhy a podporiť tak ekonomiku Eurozóny. Adopcia akcií s násobným hlasovacím právom tak môže viesť k pozitívnym makroekonomickým dopadom.

V neposlednom rade sa ukazuje, že akcie s násobným hlasovacím právom môžu v určitom type spoločností účinne eliminovať problém zastúpenia medzi akcionármi (*ako skupinou*) a manažmentom, nakoľko znižuje transakčné náklady na prijatie rozhodnutí a umožňuje tak akcionárom efektívnejšie reagovať na pochybenia v riadení spoločnosti. Rovnako umožňuje väčšiu kontrolu členov volených orgánov, keďže posilňuje celkové postavenie akcionárov, ktorí vykazujú zvýšený záujem o dianie v spoločnosti.

Adopcia akcií s násobným hlasovacím právom však prináša aj určité riziká, a to predovšetkým vo vzťahu k minoritným akcionárom. Prirodzeným následkom ich adopcie (*a posilnenia postavenia kontrolných akcionárov*) je prehĺbenie problému zastúpenia medzi minoritnými a kontrolnými akcionármi, čo môže viesť k zvýšenému riziku oportunistu zo strany kontrolných akcionárov a extrakcii súkromných výhod. Tieto riziká však je možné znížiť vhodným nastavením vnútorných vzťahov a ako najlepším nástrojom sa javí byť adopcia tzv. nezávislých členov volených orgánov, ktorí môžu efektívne dohliadať na prípadný oportunizmus kontrolných akcionárov.

Po podrobnej analýze dopadov adopcie akcií s násobným hlasovacím právom si myslím, že sa mi podarilo potvrdiť prvú výskumnú hypotézu tejto práce. Napriek mnohým výzvam považujem akcie s násobným hlasovacím právom pre spoločnosti za potenciálne prospešné, a to predovšetkým ak sú riadené s ohľadom na záujmy všetkých zainteresovaných strán. Ich adopcia môže viesť k zlepšeniu rozhodovacích procesov, k zníženiu oportunistu manažmentu a presadeniu dlhodobých investične výhodných stratégií, a to predovšetkým vo svetle kótovaných akciových spoločností.

Pre účely druhej výskumnej hypotézy (*postupný vývoj smeruje (aj vzhľadom na legislatívne snahy Európskej komisie) k postupnej celoeurópskej hodnotovej zmene, ktorá umožní takmer bez výnimiek adopciu akcií s násobným hlasovacím právom v členských štátoch EÚ*) som

v kapitole 2 analyzoval súčasné hodnotové nastavenie jednotlivých európskych zákonodarcov. Ukazuje sa, že v poslednom desaťročí prichádza k zásadným zmenám na európskom kontinente. Väčšina členských štátov EÚ, zavádza reformy, ktoré umožňujú postupné prelamanie proporcionality hlasovacieho práva. Zatiaľ čo začiatkom tohto tisícročia bolo možné tvrdiť, že hodnotový prúd založený na princípe proporcionality bol medzi členskými štátmi väčšinový, v súčasnosti ostáva len malá hŕstka štátov, ktoré neumožňujú žiadnym nástrojom prelamať princíp proporcionality, a môžeme ich tak označiť za zástancov systému „*one share-one vote*.“ Táto rapidná hodnotová zmena sa deje predovšetkým pod tlakom regulačnej súťaže, ktorá núti zákonodarcov zatriktívňovať svoje právne prostredie pre spoločnosti a predísť ich migrácii do liberálnejších jurisdikcií (*fenomén, ktorý je v EÚ v posledných rokoch pozorovateľný*) a v snahe zatriktívniť národné kapitálové trhy. Tieto reformy, ktoré adoptujú aj členské krajiny, ktoré boli dlhodobo hodnotovo naklonené úplnému zákazu prelamovania princípu proporcionality hlasovacieho práva, tak vedú k postupnej trhovej harmonizácii právnej úpravy na európskom kontinente a aj bez inštitucionálnej harmonizácii tak môžu v blízkej budúcnosti viesť k pomerne unifikovanej právnej úprave.

Vo vzťahu k druhej výskumnej otázke je zásadná rovnako aj 3 kapitola v ktorej preukazujem, že fundamentálnou hodnotovou zmenou prešla v poslednom období aj Európska komisia, ktorá sa historicky snažila o inštitucionálne presadenie princípu „*one share-one vote*“ a napriek neúspechu bola dlhodobo odporcom prelamovania proporcionality hlasovacieho práva. V posledných rokoch je však možné pozorovať zásadnú zmenu, ktorú najlepšie demonštruje posledný legislatívny návrh vo vzťahu k *SMEs*. Európska komisia navrhuje zaviesť možnosť pre všetky európske *SMEs* (*nezávisle na mieste inkorporácie*) adoptovať duálne štruktúry akcií ako nástroj pre vstup na kapitálové trhy. Rovnako ako táto práca v prvej kapitole, prichádza aj Európska komisia k záveru, že adopcia duálnej štruktúry akcií môže viesť k zvýšenému záujmu menších spoločností o kótovanie. Snahy Európskej komisie sú naviazané primárne na cieľ zatriktívniť kapitálové trhy v EÚ, podporiť kótovanie malých a stredných spoločností a naštartovať tak ekonomiku Eurozóny (*v nadväznosti na COVID- 19 a vojnu na Ukrajine*).

Posledným kúskom do skladačky druhej výskumnej hypotézy je posledná časť tejto práce, ktorá sa venuje rozboru rizika prehlásenia akcií s násobným hlasovacím právom v rozpore s právom EÚ. Ako však analyzujem, napriek zásadnému posunu v judikatúre SDEU vo vzťahu k voľnému pohybu kapitálu v judikatúrach „*Golden shares*“ a „*Sector specific provisions*“ nie je v súčasnej dobe prieskum zo strany SDEU pravdepodobný, a to predovšetkým z politických dôvodov. Rovnako samotnú právnu argumentáciu považujem za problematickú, nakoľko ako

podrobne analyzujem v kapitole 3, nepovažujem adopciu duálnej štruktúry akcií za krok, ktorý by zásadne a efektívne obmedzoval voľný pohyb kapitálu (*a mohol tak byť v rozpore s právom EÚ*).

Po podrobnej analýze v kapitolách 2 a 3 považujem rovnako aj druhú výskumnú hypotézu za preukázanú. Akcie s násobným hlasovacím právom zažívajú na európskom kontinente renesanciu. Vlna reforiem členských štátov, ktoré umožňujú prelamať princíp proporcionality hlasovacieho práva a zmena hodnotové nastavenia Európskej komisie preukazujú, že je prítomná evidentná tendencia hodnotového odklonu od princípu proporcionality. Legislatívny návrh zo strany Európskej komisie a trhová harmonizácia národných úprav smeruje k situácii, že v najbližších rokoch bude väčšine európskych spoločností umožnené adoptovať duálne štruktúry akcií. Jedná sa o zásadnú zmenu v tejto problematike, nakoľko (*ako bližšie rozoberám v kapitole 2*) začiatkom tohto tisícročia bola situácia presne opačná a veľká časť literatúry predpovedala postupný zákaz akcií s násobným hlasovacím právom v Európe. V súčasnej dobe sa naopak zdá, že sa akciám s násobným hlasovacím právom v Európe „blízka na lepšie časy“ a tento trend podľa môjho názoru podporuje aj vysoká nepravdepodobnosť, že by sa SDEU v blízkej budúcnosti pustilo do prieskumu súladu akcií s násobným hlasovacím právom s právom EÚ.

Po podrobnej analýze akcií s násobným hlasovacím právom je mojím pevným presvedčením, že ako inštitút správy a riadenia spoločností môžu byť pre určitý typ akciových spoločností veľmi užitočným nástrojom a pri správnom nastavení vnútorných vzťahov aj s nízkym rizikom negatívnych dopadov. Súčasný vývoj, predovšetkým v technologickom sektore, a rovnako medzi jednotlivými zákonodarcami a EÚ naznačuje, že sa duálne štruktúry akcií naplno vracajú do sveta akciového práva a pri ich správnej regulácii môžu byť prospešné nie len pre samotné spoločnosti ale mať aj pozitívne dopady na kapitálové trhy a ekonomiku. V najbližších rokoch tak predpovedám výrazný nárast adopcie akcií s násobným hlasovacím právom (*a to predovšetkým vo vzťahu ku kótovaným spoločnostiam*) a zostáva veriť, že tomu bude odpovedať aj zvýšená regulácia, ktorá eliminuje všetky potenciálne riziká. Mnohé z prezentovaných názorov zaiste môžu vyvolať polemiku a považujem za pravdepodobné, že mnohí nemusia s týmito závermi súhlasiť ale verím, že takýmto spôsobom sa mi aspoň čiastočne podarilo prispieť do odbornej debaty o nové poznatky a uhly pohľadu na tento mimoriadne zaujímavý inštitút.

Zoznam skratiek

| | |
|---|---|
| <i>(ak nie je uvedené inak, je rozhodným znením zákona znenie účinné ku dni uzavretia rukopisu)</i> | |
| AktG | Aktiengesetz vom 6. September 1965 (BGBl. I S. 1089), das zuletzt durch Art. 13 ZukunftsfinanzierungsG vom 11.12.2023 (BGBl. 2023 I Nr. 354) (<i>DE, akciový zákon</i>) |
| CA | Companies Act 2006 (<i>UK, zákon o spoločnostiach</i>) |
| C. Civ. Ital. | Codice civile, Regio Decreto 16 marzo 1942, n. 262 (<i>IT, občiansky zákonník</i>) |
| CEMs | Control Enhancing Mechanisms (<i>nástroje prelamujúce princíp proporcionality</i>) |
| EMCA | European Model Company Act |
| EÚ/Únia | Európska Únia |
| IPO | Prvý verejný návrh akcií / Initial public offering |
| NYSE | New York Stock Exchange |
| OECD | Organizácia pre hospodársku spoluprácu a rozvoj |
| ObchZ | Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákonník, v znení účinnom do 31. 12. 2013 |
| OZ | Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník |
| ZFEU | Zmluva o fungovaní Európskej Únie |
| SDEU | Súdny dvor Európskej Únie |
| Smernica o ponukách na prevzatie | Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2004/25/ES z dna 21. apríla 2004 o ponukách na prevzatie |
| Smernica o právach akcionárov I | Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2007/36/ES z dna 11. júla 2007 o výkone určitých práv akcionárov spoločností registrovaných na regulovanom trhu |
| Smernica o právach akcionárov II | Smernica Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) 2017/828 zo 17. mája 2017, ktorou sa mení smernica 2007/36/ES, pokiaľ ide o podnietenie dlhodobého zapojenia akcionárov |
| SMEs | Malé a stredné spoločnosti |
| TUF | Testo Unico della Finanza, Decreto legislativo, 24/02/1998 n° 58, G.U. 26/03/1998 (<i>IT, zákon o financiách</i>) |
| ZOK | Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích) |

Použitá literatura a pramene

1. Zoznam použitej literatúry

Česká literatura

ČERNÁ, S. O akciích s rozdílnou vahou hlasů v budoucím českém akciovém právu, *Obchodněprávní revue*, 2012, č. 7-8, s. 193-196, ISSN: 1803-6554.

ČERNÁ, S., ŠTENGLOVÁ, I., PELIKÁNOVÁ, I. a kol., Právo obchodních korporací. 2. vydanie, Praha: Wolters Kluwer, 2021, s. 637, ISBN: 978-80-7598-991-8.

LÁLA, D. *Druhy podílů v kapitálových společnostech*. Praha: C. H. Beck, 2020, 237 s. ISBN: 978-80-7400-778-1.

FELLEROVÁ PALKOVSKÁ, I., Vliv judikatury Soudního dvora EÚ na unijní právo, *Právník, AV ČR, Ústav státu a práva*, 2020, roč. 2020, č. 4, s. 342-357, ISSN 0231-6625.2020.

SLÁVIKOVÁ, L., Výkon hlasovacího práva v akciové společnosti, Praha 2021, Dizertačná práca, Karlova univerzita v Prahe, Právnická fakulta.

ŠPAČKOVÁ, M. Zásada rovného zacházení se všemi akcionáři. *Obchodněprávní revue*. 2016, č. 1, s. 1-10. ISSN: 1803-6554.

ŠTENGLOVÁ, I., DĚDIČ, J., LASÁK, J., PIHERA, V., LÁLA, D., JOSKOVÁ, L. Akciové společnosti, 1. vydanie, Praha: C. H. Beck, 2023, s. 808, ISBN: 978-80-7400-914-3.

TOMÁŠEK, M., TÝČ, V., PETRLÍK, D., a kolektiv, Právo Evropské unie. 3. aktualizované vydání. Praha: Leges, 2021, s. 512, ISBN 978-80-7502-491-6.

Zahraniční literatura

AMOAKO-ADU, B., SMITH, B. F., Dual class firms: Capitalization, ownership structure and recapitalization back into single class, *Journal of Banking and Finance*, 2001, roč. 2001, č. 25, pp. 1083-111.

ANDENAS, M., WOOLDRIDGE, F., *European comparative company law*, Cambridge: Cambridge University Press, 2009, ISBN: 978-0-521-84219-8.

BERLE, A. A., MEANS, G. C., *The Modern Corporation and Private Property*, New York: The Macmillan Company, 1932, ISBN: 0-88738-887-6.

COOLS, S. The Dividing Line Between Shareholder Democracy and Board Autonomy: Inherent Conflicts of Interest as Normative Criterion. *European Company and Financial Law Review*. 2014, roč. 11, č. 2, s. 258-296. ISSN 1613-2548.

DEANGELO, H., DEANGELO, L., Managerial ownership of voting rights: A study of public corporations with dual classes of common stock, *Journal of Financial Economics*, 1985, roč. 1985, č. 14, pp. 33-69.

CHALMERS, D., DAVIES, G., MONTI, G., *European Union Law*, 3rd ed., Cambridge: Cambridge UP, 2016, s. 697, ISBN: 978-1-107-66434-0.

JARRELL, G., POULSEN, A., Dual-class recapitalizations as antitakeover mechanisms: The recent Evidence, *Journal of Financial Economics*, 1988, roč. 1988, č. 20, pp. 129–152.

KRAAKMAN, R., ARMOUR, J., DAVIES, P., ENRIQUES, L., HANSMANN, H., HERTIG, G., HOPT, K., KANDA, H., PARGENDLER, M., RINGE, W., ROCK, E. *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*. 3rd Ed. Oxford: Oxford University Press, 2017, 352 s. ISBN 978-0-19-873963-0.

KIM J., MATOS P., XU T., Multi-class shares around the world: The role of institutional investors, working paper, November 2018, Darden School of Business, 2018.

LEHN, K., NETTER, J., POULSEN, A., Consolidating corporate control: Dual-class recapitalizations Versus leveraged buyouts, *Journal of Financial Economics*, 1990, roč. 1990, č. 27, pp. 557-580.

PAGANO, M., RÖELL A., The Choice of Ownership Structure: Agency Costs, Monitoring, and the Decision to Go Public, *Quarterly Journal of Economics* , 1998, roč. 1998, č. 113, pp. 187-225.

PARTCH, M., The creation of a class of limited voting common stock and shareholders' wealth, *Journal of Financial Economics* 1987, roč. 1987, č. 18, pp. 313–339.

ROSS, S., The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem, *American Economic Review*, 1973, roč. 1973, č. 63, pp. 134-139.

VICARI, A., *European Company Law*. Berlin/Boston: Walter de Gruyter GmbH, 2021, 327 s., ISBN: 978-3-11-072246-8.

VAN BEKKUM, J., Cross-Border Investments in Undertakings and the Future of EU Company Law, *European Business Law Review*, 2014, roč. 2014, č. 6, pp. 811-844, ISSN: 0959-6941.

1. Zoznam použitých internetových zdrojov

ADAMS, R., FERREIRA, D. *One Share, One Vote: The Empirical Evidence*. ECGI Finance Working Paper No 177/2007. 2007 [online]. [Cit. 4. 3. 2024]. Dostupné z: <https://ecgi.global/working-paper/one-share-one-vote-empirical-evidence>.

ANDERSEN, P. K., ANDERSSON, J. B., GINTAUTAS, B., *European Model Companies Act*, First Edition, 2017, Nordic & European Company Law LSN Research Paper Series [online], 2017, č. 16-26, [Cit. 25.3.2024] dostupné z : <https://ssrn.com/abstract=2929348>.

BAJO, E., BARBI, M., BIGELLI, M., CROCI, E., Bolstering Family Control: Evidence from Loyalty Shares, *European Corporate Governance Institute - Finance Working Paper* [online], 2019, roč 2019, č. 619, [Cit. 25.3.2024] dostupné z : <https://ssrn.com/abstract=3428887>.

BARAN, L., FORST, A., TONY VIA, M., Dual-class share structure and innovation. *Journal of Financial Research* [online], 2023, roč. 2023, č. 46, pp. 169–202, [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=3183517>.

BEBCHUK, L.A., HAMDANI, A., Independent directors and controlling shareholders, *University of Pennsylvania Law Review* [online], 2017, roč. 2017, č. 6, [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=2741738>.

BEBCHUK, L. A., KRAAKMAN, R. H., TRIANTIS, G., Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights, *Concentrated Corporate Ownership* [online], 1999, pp. 295-315, [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.147590>.

- BELOT, F., GINGLINGER E., STARKS T. L., Encouraging long-term shareholders: The effects of loyalty shares with double voting rights, Université Paris-Dauphine Research Paper [online], 2022, [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=3475429>.
- BELCREDI, M., FAVERANZI, L., SIGNORI, A., Reincorporations in Europe: Control Matters More Than Taxes, <https://blogs.law.ox.ac.uk/oblb> [online], The Faculty of Law, University of Oxford, 2023 [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <https://blogs.law.ox.ac.uk/oblb/blog-post/2023/08/reincorporations-Europe-control-matters-more-taxes>.
- BENNEDSEN, M., NIELSEN, K.M., Incentive and entrenchment effects in European ownership, *Journal of Banking & Finance*, Elsevier [online], 2010, roč. 2010, č. 34, pp. 2212-2229, [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.02.007>.
- BEUERLE, C., G., Shareholders between the market and the state: The VW law and other interventions in the market economy, *Common Market Law Review* [online], 2012, roč. 2012, č. 49, pp. 97-143, [Cit. 25.3.2024], dostupné z <https://ssrn.com/abstract=2099460>.
- BLACK S., KRAAKMAN R., A Self Reinforcing Model of Corporate Law, *Harvard Law Review* [online], 1996, roč. 1996, č. 109, pp. 1911-1982, [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=10037>.
- BOHMER, E., SANGER, G. C., VARSHNEY, S. B., The effect of consolidated control on firm performance: the case of dual-class IPOs, Levis, M. (Ed.), *Empirical Issues in Raising Equity Capital*. Elsevier [online], 1995, [Cit. dat. 25.3.2024], dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=563035>.
- BURKART, M., LEE, S., The One Share – One Vote Debate: A Theoretical Perspective. ECGI Finance Working Paper [online], 2007, roč. 2007, č. 176, [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <https://ecgi.global/working-paper/one-share-one-vote-debate-theoretical-perspective.ñ>.
- CAO, X., LENG, T., GOH, J. C., MALATESTA, P., The innovation effect of dual-class shares: New evidence from US firms, *Economic Modelling*, Elsevier [online], 2020, roč. 2020, č. 9, pp. 347-357, [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <http://dx.doi.org/10.1016/j.econmod.2020.06.017>.
- CARREIRO, S., DA SILVA, C., The regime of multiple voting shares in the new Portuguese Securities Code, in: www.servulo.com [online], 2022, [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <https://www.servulo.com/en/knowledge/The-regime-of-multiple-voting-shares-in-the-new-Portuguese-Securities-Code/7922/>.
- CORNETT, M. M., VETSUYPENS, M. R., Voting rights and shareholder wealth: The issuance of limited voting common stock, *Managerial and Decision Economics* [online], 1989, roč. 1989, č. 10, pp. 175– 188, [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <https://www.jstor.org/stable/2487466>.
- CLAESSENS, S., DJANKOV, S., FAN, J.P.H., LANG, L., Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings, *Journal of Finance* [online], 2002, roč. 2002, č. 57, pp. 2741-2771, [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <https://doi.org/10.1111/1540-6261.005>.
- CREMERS, K., MARTIN, J., LAUTERBACH, B, PAJUSTE, A., The Life-Cycle of Dual Class Firm Valuation European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance Working Paper [online], 2017, roč. 2018, č. 550, [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=3062895>.

- Czech Institute of Directors, Kodex správy a řízení společností ČR (2018) [online], 2018, [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <https://justice.cz/web/msp/kodex-spravy-a-rizeni-spolecnosti-cr-2018>.
- DE HAAN, J. VLAHU, R., Corporate Governance of Banks: A Survey, Journal of Economic Surveys [online], 2016, roč. 2016, č. 30, pp. 228-277, [Cit. 25.3.2024] dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=2297770>.
- DENOZZA, F., STABILINI, A., The theory of the corporation: An alternative approach Principles vs. Principals: The twilight of the agency problem, The Italian law journal [online], 2017, roč. 2017, č. 2, pp. 511-532, [Cit. 25.3.2024], dostupné z: DOI 10.23815/2421-2156.ITALJ.
- DE LA BRUSLERIE, H., Multiple class shares and double voting rights: Literature review and research prospects, 2023, [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <https://doi.org/10.4000/fcs.11185>.
- DIMITROV, V., JAIN, P., Recapitalization of one class of common stock into dual-class: Growth and long-run stock returns, Journal of Corporate Finance [online], 2006, roč. 2006, č. 12, pp. 342–366, [Cit. dat. 25.3.2024] dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=422080>.
- EASTERBROOK, F. H., FISCHER, D. R., The Corporate Contract, Columbia Law Review [online], roč. 1989, č. 7, pp. 1416–1448 [online]. [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <https://doi.org/10.2307/1122807>.
- ESRBOL, N. C., ITALIANER, A., NAYDENOVA, L., Latest Developments in EU Antitrust and ESG, in: www.arnoldporter.com. [online], 2023, [Cit. dat. 25.3.2024], dostupné z: <https://www.arnoldporter.com/en/perspectives/advisories/2023/11/latest-developments-in-EU-antitrust-and-esg>.
- EURÓPSKA KOMISIA, Odporúčanie Komisie o definícii mikropodnikov, malých a stredných podnikov, Úradný vestník L 124 [online], C (2003) 1422, 2003, [Cit. dat. 25.3.2024], dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/CS/legal-content/summary/micro-small-and-medium-sized-enterprises-definition-and-scope.html>.
- EURÓPSKA KOMISIA, Annual Report on European SMEs 2022/2023, EUR 31619 EN [online], 2023, [Cit. dat. 25.3.2024], dostupné z: <https://dx.doi.org/10.2760/028705>.
- FERRARINI, G., One Share – One Vote: A European Rule?, ECGI Law Working Paper [online], 2006, roč. 2006, č. 58, [online], dostupné z: <https://ecgi.global/working-paper/one-share-one-vote-European-rule>.
- FONTE, G., Italy to boost multiple-vote shares to support Milan bourse, sources say, in: www.reuters.com [online], 2023, [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <https://www.reuters.com/markets/EUrope/italy-boost-multiple-vote-shares-support-milan-bourse-sources-say-2023-03-09/>.
- GEENS, K., CLOTTENS, C., One Share - One Vote: Fairness, Efficiency and (the Case for) EU Harmonisation Revisited [online], 2010, [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=1547842>.
- GOMPERS, P., ISHII, J., METRICK, A., Extreme governance: An analysis of dual-class firms in the United States, Rodney L. White Center for Financial Research Working Paper [online], 2008, č. 12-04, [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=562511>.
- GOSHEN, Z., HAMDANI, A., Corporate control and idiosyncratic vision, Yale Law Journal [online], 2013, roč. 2016, č. 125, pp. 560–617, 2016 dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=2228194>.

- GHEZZI, F., MOSCA, CH., PASSADOR, M.L., Rereading the „One Share, One Vote“ Principle: Is it Also a Matter of Competition? Bocconi Legal Studies Research Paper No. 4067796 [online], 2022, č. 4067799, [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=4067796>.
- GROSSMAN, S.J., HART, O.D., One share-one vote and the market for corporate control, Journal of Financial Economics [online], 1987, roč. 1988, č. 20, pp. 175–202, [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=976159>.
- GRUNDMANN, S., MÖSLEIN, F., Golden Shares – State Control in Privatized Companies: Comparative Law, European Law and Policy Aspects, European Banking & Financial Law Journal (EUREDIA) [online], 2003, roč. 2004, č. 1, 2004, [Cit. dat. 25.3.2024], dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=410580>.
- HANSEN, J. L, THOMADAKIS, A., Why harmonising multiple voting rights for SMEs may be a bad idea, European capital markets institute [online], 2023, roč. 2023, č. 36. [Cit. dat. 25.3.2024], dostupné z: <https://www.ceps.eu/download/publication/?id=39584&pdf=Why-harmonising-MVR-in-SME-may-be-a-bad-idea.pdf>.
- HARRIS, M., RAVIV, A., Corporate governance: voting rights and majority rules, Journal of Financial Economics [online], 1988, roč. 1988, č. 20, pp. 203–235, [Cit. 25.3.2024], dostupné z: DOI : 10.1016/0304-405X(88)90045-1.
- HENDERSON, M.T., The Story of Dodge v. Ford Motor Company: Everything Old Is New Again, U of Chicago Law & Economics, Olin Working Paper [online], 2007, roč. 2007, č. 373, [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=1070284>.
- CHEMMANUR, J., T., JIAO, Y., Dual Class IPOs, Share Recapitalizations, and Unifications: A Theoretical Analysis, Journal of Banking & Finance [online], 2011, roč. 2012, č. 36, pp. 305-319, [Cit. 25.3.2024], Dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=1108857>.
- INSTITUTIONAL SHAREHOLDER SERVICES, SHARMAN & STERLING, EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE INSTITUTE. Proportionality between ownership and control in EU listed companies: external study commissioned by the European Commission [online], 2007, [Cit. 25. 3. 2024], dostupné z https://ecgi.global/sites/default/files/final_report_en.pdf.
- JENSEN, M. C., Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function, Journal of Applied Corporate Finance [online], 2001, roč. 2001, č. 14, pp. 8-21, [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <https://doi.org/10.2307/3857812>.
- JOHNSON, S., LA PORTA, R. LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A., Tunnelling, 2000, [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=204868>.
- KIM H., MICHAELY R., Sticking around too long? Dynamics of the benefits of dual-class voting, European Corporate Governance Institute (ECGI)-SFI Finance Working Paper [online], 2018, roč. 2019, č. 590, [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=3145209>.
- LEL, U., NETTER, J. M., POULSEN, A. B., QIN, Z., Dual class shares and firm valuation: Market-wide evidence from regulatory events, European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper [online], 2021, roč. 2021, č. 807, [Cit. dat. 25.3.2024], dostupné z: http://ssrn.com/abstract_id=3729297
- LIANG, H., ZHANG, W., NGUYEN, P., The Sun Is Rising in the East: Dual-Class Shares and the Competitive Landscape of Technological Industries in Asia., European Corporate

- Governance Institute – Finance Working Paper [online], 2022, roč. 2022, č. 852, [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=4248516>.
- MARCOGLIESE, P., VON BULOW, D., Back to the future: Expected resurrection of multiple-vote share structures in Germany, in: www.freshfields.com [online], 2023, [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <https://transactions.freshfields.com/post/102igwz/back-to-the-future-expected-resurrection-of-multiple-vote-share-structures-in-ge>.
- MELAS, D., Putting the spotlight on Spotify: Why have stocks with unequal voting rights outperformed?, msci.com [online], MSCI Inc., 2018 [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <https://www.msci.com/www/blog-posts/putting-the-spotlight-on/0898078592>.
- NARAYANAN, M.P., Managerial Incentives for Short-term Results. *The Journal of Finance* [online], 1985, roč. 1985, č. 40, pp. 1469-1484 [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <https://doi.org/10.2307/2328125>.
- MASULIS R., WANG C., XIE F., Agency problems at dual-class companies, *Journal of Finance*, [online], 2009, roč. 2009, č. 64, pp. 1697-1727, [Cit. 25.3.2024].
- OECD, OECD Corporate Governance Factbook 2023 [online], 2023, [Cit. 25. 3. 2024]. Dostupné z <https://www.oecd.org/finance/oecd-corporate-governance-factbook-31d6ea0b-en.htm>.
- PUPO., C., E. Dieci voti per azione: perché potrebbe essere utile, www.lavoce.info [online], 2023, [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <https://lavoce.info/archives/101206/dieci-voti-per-azione-perche-potrebbe-essere-utile-2/>.
- RITTER, J. R., *Initial Public Offerings: Dual Class Structure of IPOs Through 2023*, www.site.warrington.ufl.edu [online], 2023, [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <https://site.warrington.ufl.edu/ritter/ipo-data/>.
- SAIRA., A., Review and Comparison of Takeover Defenses in the U.S. and U.K., 2010, [25.3.2024], dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=1631432>.
- SCHLOTE. A., German Bundestag passes the Future Financing Act (ZuFinG), in: www.twobirds.com/en [online], 2023, [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <https://www.twobirds.com/en/insights/2023/germany/german-bundestag-passes-the-future-financing-act>.
- STEFFEN CARL, P., The future financing act – additional options for structuring capital measures and governance, in: www.gleisslutz.com/en [online], 2023, [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <https://www.gleisslutz.com/en/news-events/know-how/future-financing-act-additional-options-structuring-capital-measures-and-governance>.
- TAYLOR, L. S., WHITTRED, P. G., Security design and the allocation of voting rights: Evidence from the Australian IPO market., *Journal of Corporate Finance* [online], 1998, roč. 1998, č. 4, pp. 107-131, [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=6789>.
- THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS, Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe [online], 2002, [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <https://ecgi.global/content/winter-group-2002>.
- VENTORUZZO, M., The Disappearing Taboo of Multiple Voting Shares: Regulatory Responses to the Migration of Chrysler-Fiat, ECGI Working Paper Series in Law [online], 2015, roč. 2015, č. 288, [Cit. 25.3.2024]. Dostupné z: <https://ecgi.global/working-paper/disappearing-taboo-multiple-voting-shares-regulatory-responses-migration-chrysler-fiat>.

VENTORUZZO, M., The Role of Comparative Law in Shaping Corporate Statutory Reforms Bocconi Legal Studies Research Paper [online], 2014, [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=2289225>.

WYMEERSCH, O., Company Law in Europe and European Company Law, Financial Law Institute Working Paper [online], 2001, roč. 2001, č. 6, [Cit. 25.3.2024], dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=273876>.

2. Zoznam použitých právnych predpisov

ČR

Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění účinném do 31. prosince 2013.

Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník.

Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích).

EU

Návrh SMERNICE EURÓPSKEHO PARLAMENTU A RADY o akciových štruktúrach s viacnásobnými hlasovacími právami v spoločnostiach, ktoré sa uchádzajú o prijatie svojich akcií na obchodovanie na rastovom trhu MSP, 2022, COM (2022) 761 final,

Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2004/25/ES z dna 21. apríla 2004 o ponukách na prevzatie.

Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2007/36/ES z dna 11. júla 2007 o výkone určitých práv akcionárov spoločností registrovaných na regulovanom trhu.

Smernica Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) 2017/828 zo 17. mája 2017, ktorou sa mení smernica 2007/36/ES, pokiaľ ide o podnietenie dlhodobého zapojenia akcionárov.

Zmluva o fungovaní Európskej Únie.

Zmluva o Európskej Únii.

Nemecko

Aktiengesetz vom 6. September 1965 (BGBl. I S. 1089), das zuletzt durch Art.

ZukunftsfinanzierungsG vom 11.12.2023 (BGBl. 2023 I Nr. 354).

Taliansko

Codice civile, Regio Decreto 16 marzo 1942, n. 262.

Testo Unico della Finanza, Decreto legislativo, 24/02/1998 n° 58, G.U. 26/03/1998.

UK

Companies Act 2006 (UK, zákon o spoločnostiach)

3. Zoznam použitej judikatúry

ČR

Nález Ústavného súdu ČR z dňa 8. 7. 2010, sp. zn. II. ÚS 3292/09.

Uznesenie Najvyššieho súdu ČR z dňa 19. 9. 2017, sp. zn. 29 Cdo 5719/2016.

Súdny dvor EU

Rozsudok SDEU z dňa 4.6.2002, Komisia v. Portugalsko, C-367/98.

Rozsudok SDEU z dňa 13.5.2003, Komisia v. Španielsko, C-563/00.

Rozsudok SDEU z dňa 11.11. 2010, Komisia v. Portugalsko, C-543/08.

Rozsudok SDEU z dňa 4. 6. 2002, Komisia v. Francúzsko, C-483/99.

Rozsudok SDEU z dňa 13. 5. 2003, Komisia v. Veľká Británia, C-98/01.

Rozsudok SDEU z dňa 23.10. 2007, Komisia v. Nemecko, C-112/05.

Rozsudok SDEU z dňa 19.5. 2009, Komisia v. Taliansko, C-531/06.

Rozsudok SDEU z dňa 2.6. 2010, Komisia v. Francúzsko, C-89/09.

Rozsudok SDEU z dňa 21.10. 2010, Typou v. Typou, C-81/09.

Rozsudok SDEU z dňa 18.3.2019, Vivendi SA v. Autorita per le Garanzie nelle Comunicazioni, C-719-18.

Rozsudok SDEU z dňa 28.9.2006, Komisia v. Holandsko, C-282/04.

Rozsudok SDEU z dňa 1.12.207, The International Transport Workers' Federation a The Finnish Seamen's Union, C-438/05.

4. Zoznam ostatných zdrojov

EFAMA, EFAMAS'S HIGH-LEVEL COMMENTS ON THE MULTIPLE VOTING SHARES DIRECTIVE, 2023.

EURÓPSKA KOMISIA, Communication from 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, 2003, COM (2003) 284 final.

EURÓPSKA KOMISIA, COMMUNICATION OF THE COMMISSION ON CERTAIN LEGAL ASPECTS CONCERNING INTRA-EU INVESTMENT, (97/C/ 220/06), 1997.

EURÓPSKA KOMISIA, STAFF WORKING DOCUMENT, Impact Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies, 2007, SEC (2007) 1705.

OZNÁMENIE KOMISIE EURÓPSKEMU PARLAMENTU, RADE, EURÓPSKEMU HOSPODÁRSKEMU A SOCIÁLNEMU VÝBORU A VÝBORU REGIÓNOV, Únia kapitálových trhov pre ľudí a podniky – nový akčný plán, 2020, COM (2020) 590 final.

Akcie s násobným hlasovacím právom v komparatívnej perspektíve a svetle judikatúry SDEU

Abstrakt

Predkladaná práca komplexne analyzuje akcie s násobným hlasovacím právom (duálnu štruktúru akcií) a ich súčasný a budúci vývoj na európskom kontinente. V posledných rokoch je možné pozorovať narastajúci trend adopcie akcií s násobným hlasovacím právom spoločnosťami (primárne v technologickom sektore) čomu odpovedá aj zvýšený záujem zákonodarcov o túto problematiku. Väčšina členských štátov Európskej únie v posledných rokoch schvaľuje reformy, ktoré umožňujú adopciu nástrojov, ktoré prelomujú princípu proporcionality hlasovacieho práva a zmena hodnotového nastavenia v tejto problematike je zrejmá aj zo strany Európskej komisie. Napriek tomuto očividnému trendu tuzemská ani zahraničná literatúra neposkytuje komplexný rozbor dopadov adopcie akcií s násobným hlasovacím právom na akciovú spoločnosť.

Cieľom tejto práce je tak pokúsiť sa poskytnúť komplexný pohľad na akcie s násobným hlasovacím právom, zhodnotiť dopady ich adopcie na vnútornú dynamiku vzťahov v spoločnosti, jej rozhodovacie procesy a v neposlednom rade vplyv na hodnotu a ekonomickú výkonnosť spoločnosti. Tomu odpovedá ústredná hypotéza predkladanej práce, ktorá by mala byť prácou preukázaná alebo vyvrátená a ktorá je, že akcie s násobným hlasovacím právom umožňujú pomocou modifikácie hlasovacej sily jednotlivých akcionárov nastaviť riadiacu štruktúru spoločnosti podľa jej potrieb a špecifik, a pri správnom nastavení majú pozitívny dopad na správu a hodnotu spoločnosti, a to z dôvodu posilnenia postavenia akcionárov, ktorí majú lepšiu informovanosť o spoločnosti. S cieľom preukázať túto hypotézu práca analyzuje aké typy spoločností majú tendenciu adoptovať duálne štruktúry akcií.

Druhým cieľom práce je preukázať hypotézu, že v súčasnej dobe prichádza, z dôvodu tlaku regulačnej súťaže, jednotlivými členskými štátmi Európskej únie k zavádzaniu nástrojov, ktoré umožňujú prelomovať proporcionality hlasovacieho práva (vrátane akcií s násobným hlasovacím právom) s cieľom zatraktívniť národné právne prostredie, aby tak predišli migrácií spoločností do ostatných členských štátov a postupný vývoj smeruje k celoeurópskej hodnotovej zmene, ktorá v EÚ umožní takmer bez výnimiek adopciu akcií s násobným hlasovacím právom. S cieľom preukázať túto hypotézu práca postupne analyzuje prebiehajúcu regulačnú súťaž v EÚ, reformy v členských štátoch, ktoré prebiehajú v posledných rokoch, ich súčasnú právnu úpravu a v neposlednom rade hodnotové nastavenie Európskej komisie a jej legislatívne snahy v tejto oblasti. Posledná časť práce je následne venovaná rozboru judikatúry SDEU vo vzťahu k voľnému pohybu

kapitálu a analýze potenciálneho rizika expanzie záverov z tejto judikatúry na oblasť akcií s násobným hlasovacím právom a ich možné prehlásenie za rozporné s právom EU.

Kľúčové slová

- Akcie s násobným hlasovacím právom
- Duálna štruktúra akcií
- Právo EU

Akcie s násobným hlasovacím právem v komparativní perspektivě a světle judikatury SDEU

Abstrakt

Předkládaná práce komplexně analyzuje akcie s násobným hlasovacím právem (*duální struktury akcií*) a jejich současný a budoucí vývoj na evropském kontinentu. V posledních letech je možné pozorovat rostoucí trend zavádění akcií s násobným hlasovacím právem společnostmi (*především v technologickém sektoru*), čemuž odpovídá i zvýšený zájem zákonodárců o tuto problematiku. Většina členských států EU přijala v posledních letech reformy, které umožňují přijímat nástroje prolamující princip proporcionality hlasovacího práva, a změna hodnotového nastavení v této otázce je patrná i ze strany Evropské komise. Přes tento zjevný trend domácí ani zahraniční literatura neposkytuje ucelenou analýzu dopadů přijetí akcií s násobným hlasovacím právem na akciovou společnost.

Cílem této práce je tedy pokusit se o komplexní pohled na akcie s násobným hlasovacím právem, posoudit dopady jejich přijetí na vnitřní dynamiku vztahů ve společnosti, její rozhodovací procesy a v neposlední řadě i dopad na hodnotu a ekonomickou výkonnost společnosti. Tomu odpovídá i ústřední hypotéza předkládané práce, která by měla být touto prací potvrzena či vyvrácena, a to, že akcie s násobným hlasovacím právem umožňují prostřednictvím modifikace hlasovacích práv jednotlivých akcionářů upravit strukturu řízení společnosti podle jejích potřeb a specifik a při správném nastavení mají pozitivní dopad na správu a hodnotu společnosti, a to z důvodu posílení postavení akcionářů, kteří mají lepší informovanost o společnosti. Za účelem prokázání této hypotézy práce analyzuje, jaké typy společností mají tendenci přijímat duální akciové struktury.

Druhým cílem práce je prokázat hypotézu, že v současné době dochází pod tlakem regulační soutěže jednotlivými členskými státy Evropské unie k zavádění nástrojů umožňujících prolomení proporcionalitu hlasovacího práva (*včetně akcií s násobným hlasovacím právem*) za účelem zatraktivnění národního právního prostředí, aby se zabránilo migraci společností do jiných členských států, a postupný vývoj směřuje k celoevropské hodnotové změně, která umožní v EU téměř bez výjimky adopci akcií s násobným hlasovacím právem. Za účelem prokázání této hypotézy práce postupně analyzuje probíhající regulační soutěž v EU, reformy v členských státech, které proběhly v posledních letech, jejich současnou legislativu a v neposlední řadě hodnotové nastavení Evropské komise a její legislativní úsilí v této oblasti. Poslední část práce je pak věnována rozboru judikatury SDEU ve vztahu k volnému pohybu kapitálu a analýze potenciálního

rizika rozšíření závěrů této judikatury na oblast akcií s násobným hlasovacím právem a jejich případného prohlášení za rozporné s právem EU.

Klíčová slova

- Akcie s násobným hlasovacím právem
- Duální struktura akcií
- Právo EU

Multiple voting shares in a comparative perspective and in the light of CJEU case law

Abstract

The submitted thesis comprehensively analyses multiple voting shares (*dual class shares*) and their current and future development on the European continent. In recent years, it is observable that there has been an increasing trend of adoption of multiple voting shares by companies (*primarily in the technological sector*), which has been reflected in the increased interest of legislators on this issue. The majority of EU Member States have in recent years adopted the reforms that allow the adoption of devices that override the principle of proportionality of voting rights, and the obvious change in the approach on this issue is also evident in the European Commission. Despite this apparent trend, neither domestic nor foreign literature provides a comprehensive analysis of the impact of the adoption of multiple voting shares on joint stock companies.

Thus, the aim of this thesis is to attempt to provide a comprehensive view of multiple voting shares, to assess the effects of their adoption on the internal dynamics of the company's internal relations, its decision-making processes and, last but not least, the impact on the value and economic performance of the company. This corresponds to the central hypothesis of the submitted thesis, which should be proved or disproved by the thesis, which is that multiple voting shares allow, through the modification of the voting power of individual shareholders, to customize the governance structure of the company, according to its needs and specificities, and, when properly adjusted, have a positive impact on the corporate governance and value of the company (*due to the empowerment of shareholders, who have better information about the company*). In order to prove this hypothesis, the thesis analyses what types of companies tend to adopt dual class shares.

The second objective of the thesis is to prove the hypothesis that currently, due to the pressure of regulatory competition, there is a tendency of individual Member States to introduce devices that allow to override the proportionality of voting rights (*including shares with multiple voting rights*) in order to make the national legal framework more attractive in order to prevent companies from migrating to other Member States. The thesis also seeks to prove that there is a gradual evolution towards an EU-wide change in approach that will generally allow, almost without exception, the adoption of shares with multiple voting rights in the whole European Union. In order to prove this hypothesis, the thesis analyses the ongoing regulatory competition in the EU, the reforms in the Member States that have taken place in recent years, their current legislation and, last but not least, the approach of the European Commission and its legislative efforts in this area. The last part of the thesis is then devoted to an analysis of the CJEU case law in relation to

the free movement of capital and an analysis of the potential risk of the expansion of the conclusions of this case law to the area of the multiple voting shares and their possible declaration as being incompatible with EU law.

Key words

- multiple voting shares
- dual-class shares
- EU law