

Universita Karlova
Právnická fakulta
nám. Curieových 901/7
116 40 Praha 1

Oponentský posudek disertační práce JUDr. Dominika Králíka „Obchodné vedenie v cezhraničných vzťahoch“

Na základě rozhodnutí děkana Právnické fakulty University Karlovy jsem byl ustanoven oponentem disertační práce disertanta Mgr. Františka Halfara na téma „Obchodné vedenie v cezhraničných vzťahoch“. K oponentuře mi byla předložena jmenovaná disertační práce, kterou disertant zpracoval pod vedením školitele prof. JUDr. Moniky Pauknerové, CSc., DSc., o celkovém rozsahu 228 stran.

Aktuálnost tématu

Téma je mimořádně aktuální, neboť právo obchodních společností se musí vypořádat se třemi základními problémy. Prvním jsou konflikty mezi managery (členy představenstva, jednatelem a výkonnými managery) a akcionáři. Akcionáři jsou příliš vzdáleni od každodenního provozu obchodní společnosti, a tak by jim přímým řízením korporace vznikaly značné náklady na koordinaci a na získávání informací. To platí o to více, pokud se jedná o obchodní vedení korporací s mezinárodním prvkem. Řešením tohoto problému je delegované řízení, které funguje právě díky snaze o minimalizaci nákladů akcionářů na získávání informací a koordinaci.

Náročnost tématu

Jedná se o náročné téma, které v sobě spojuje nutnost znalosti teoretických základů řízení korporací. Na druhou stranu existuje o daném tématu velké množství odborné literatury. Vědeckými metodami, které se nabízejí při zpracování tématu, jsou analýza, komparace, a nejnáročnější metodou při zpracování tohoto tématu je syntéza.

Hodnocení práce

Smyslem delegování rozhodovací pravomoci ve vztahu k řízení podnikatelské činnosti společnosti je ušetřit náklady na koordinaci a získávání informací, které by společníkům vznikly, pokud by tato rozhodnutí přijímali sami.

Jednodušší koordinace mezi akcionáři a statutárním orgánem může snížit náklady tím, že akcionářům umožní účinněji kontrolovat managery a zároveň může zvýšit náklady ve vztahu mezi akcionáři navzájem tím, že umožní, aby kontrolu nad managery získala pouze část společníků na úkor společníků jako celku. V mnoha jurisdikcích se také očekává, že se představenstvo bude rovněž podílet na dohledu nad obchodním vedením, které je svěřeno managementu.

V zemích, kde převládají společnosti s akcionáři s kontrolním podílem, existují relativně silná práva těchto akcionářů při volbě statutárního orgánu a silná práva akcionářů týkající

se rozhodování ve společnosti, takže tito akcionáři mohou uplatňovat přímý vliv na vedení společnosti. V zemích, kde je vlastnictví akcií rozptýleno mezi pasivní, neinformované investory, jsou práva při volbě statutárního orgánu a práva akcionářů týkající se rozhodování ve společnosti menší, a větší roli hraje motivace představenstva, a to v podobě odměn a stanovení povinností řádného hospodáře.

V zemích, kde převažují společnosti s koncentrovaným vlastnictvím akcií, mají tedy akcionáři významná práva, např. k tomu, aby menšinová akcionáři svolali valnou hromadu, aby předložili usnesení na změnu společenské smlouvy či stanov společnosti, aby navrhovali kandidáty na členy představenstva a aby odvolávali členy představenstva bez uvedení důvodu. Tyto rysy jsou typické pro kontinentální korporátní právo. Kontinentální korporátní právo také více izoluje členy představenstva od tlaků akcionářů, a to díky delším funkčním obdobím orgánů společnosti. Na základě zastoupení zaměstnanců v orgánech je navíc umožněna existence členů orgánů z řad zaměstnanců se zájmy, které se liší od zájmů akcionářů jako celku.

Protože účelem obchodní společnosti je usnadnit delegované rozhodování, je zapotřebí najít rovnováhu mezi právy společníků při rozhodovacím procesu a pravomocemi vyhrazenými statutárnímu orgánu a managerům. Akcionáři získávají práva při rozhodování v zásadě v situaci, kdy jsou členové představenstva či osoby v obdobných funkcích ve střetu zájmů, nebo kdy je na základě rozhodnutí nutné provést základní změny ve struktuře řízení a vedení společnosti, nebo se jedná o zásadní transakce, které potenciálně společnost restrukturalizují.

V práci postrádám rozbor role nezávislých členů vedení korporace, kteří hrají důležitou roli při ochraně zájmů rozptýlených akcionářů. Nezávislí členové představenstva sami nečiní rozhodnutí v rámci běžné podnikatelské činnosti, a proto lze očekávat, že se budou méně ztotožňovat s vedením společnosti a že budou více ochotni ke kritice ostatních členů představenstva či dozorčí rady. Skutečně nezávislí členové statutárních orgánů jsou členové představenstva, kteří nejsou úzce spjati vysoce motivačními pobídkami s žádnou skupinou aktérů v rámci společnosti, a proto jsou jejich prvořadou motivací etické zásady a zásady zachování dobrého jména svého a dobrého jména společnosti. Proto by měli nezávislí členové statutárních orgánů mít slovo přinejmenším v klíčových oblastech působnosti představenstva, jako je audit korporace a volba a odměny členů korporace.

Existence nezávislých členů statutárních orgánů je podporována zejména prostřednictvím *soft law*, a to ve formě kodexů *corporate governance*. Jedná se o vnitřní předpisy společností kótovaných na burze, které upravují složení, strukturu a fungování statutárních orgánů, a které vypracovávají hráči na trhu pod vedením či dohledem burzy či veřejnoprávního orgánu.

Stejně tak v práci postrádám rozbor problematiky odměňování členů orgánů korporace. Koncept správy cizího majetku se snaží odstraňovat střety zájmů a zajistit, aby žádné osobě z porušování povinností péče řádného hospodáře neplynuly žádné osobní výhody. Nejběžnějším mechanismem vyplácení odměn v právu obchodních společností je pravidlo podílu, které motivuje věrnost manažera tím, že sváže jeho finanční příjmy přímo s příjmy společníka plynoucími ze společnosti.

Ve vztahu ke statutárním orgánům využívá korporátní právo jednak pobídky se slabší motivací pro nezávislé členy statutárních orgánů, a jednak pobídky se silnou motivací, spočívající v propojení motivace členů statutárního orgánů se zájmy akcionářů prostřednictvím odměny založené na jmění korporace. Tato strategie nahrazuje přímý dohled akcionářů a výkon kontrolních práv v případě, že jsou akcionáři rozptýleni, a tudíž jim hrozí vysoké náklady na koordinaci.

Ve společnostech s rozptýleným vlastnictvím nepocházejí manažeři z řad akcionářů. Ve vztahu mezi akcionáři a managery vzniká ekonomický střet zájmů. Zároveň mají manažeři v těchto společnostech velkou volnost rozhodování a možnosti jejich monitorování jsou omezené.

Vázání jejich odměn na aktuální zisk může vyvolat ten efekt, že o co vyšší budou aktuální zisky, o to nižší budou budoucí zisky. K překonání tohoto efektu se zavádějí dlouhodobé podněty, které mají zajistit, aby manager byl ve své činnosti zaměřen na budoucnost společnosti v dlouhodobém horizontu. Mezi tyto podněty patří odměny vycházející z tržní ceny akcií korporace. Tržní cena akcií vychází nejen z aktuálního stavu společnosti a z jejího aktuálního zisku, ale zobrazuje i dlouhodobou perspektivu společnosti.

Dalším podnětem se silnou motivací jsou opční programy, které spočívají v tom, že manažeři získávají možnost koupit od akciové společnosti její vlastní akcie za předem dohodnutou cenu. Tato kupní cena je zpravidla tržní cenou, kterou akcie společnosti dosahovaly na burze ke dni nástupu manažera do funkce.

Svázání odměn s tržní cenou akcie manažera motivuje i za situace, kdy společnost nebude v aktuálním roce nebo v několika následujících letech vytvářet zisk. To je dáno tím, že i u společností nevytvářejících zisk, které ale mají dobrou perspektivu, roste cena jejich akcií. Opční programy ovlivňují i výši vyplácených dividend. Příliš vysoká dividenda snižuje cenu akcií, protože snižuje vlastní kapitál společnosti. Naopak příliš nízká dividenda odrazuje investory, což má ale opět negativní dopad na cenu akcií.

Mezi konceptem správy cizího majetku a konceptem vyplácení odměny může vzniknout napětí. Při přípravě ujednání o odměně managerů je zapotřebí mít na paměti, že odměny mohou představovat vysoce motivační pobídky, které oslabí či dokonce přebijí pobídky se slabší motivací. Pokud se například ve velkém rozsahu využívají opční akciové programy nebo podílové odměny, podporuje se tím riskování managerů.

Na druhou stranu vyplácení vysokých, pevně stanovených odměn může odrazovat od riskantních, ale prospěšných kroků. Důležité je tedy zajistit, aby členové orgánů korporace dostávali dostatečnou odměnu k tomu, aby byl výkon jejich funkce rentabilní, ale ne tolik, aby zcela přebily pobídky s nižší motivací.

Navázání odměňování managementu na krátkodobé výnosy finančních institucí přispělo ke zhroutilí finančního systému tím, že podporovalo managery v jednání, které bylo ze společenského hlediska nadměrně rizikové. Ukázalo se, že v systémově významných finančních institucích jsou zájmy akcionářů v rozporu se zájmy společnosti jako celku, a to z důvodu, že finanční krize mají katastrofální makroekonomické důsledky, a také proto, že záchrana hroučících se bank pak zůstává na daňových poplatnících.

Pozornosti autora neměl ujít ani princip péče řádného hospodáře v řízení korporací s mezinárodním prvkem. Ve struktuře správy korporace hrají významnou úlohu zákonná omezení tím, že chrání zájmy akcionářů jako celku. Všechna rozhodnutí přijímaná vedením společnosti a statutárními orgány jsou omezena obecně platnými normami správy cizího majetku, a to povinností zachovávat loajalitu a povinností jednat s péčí řádného hospodáře.

Od statutárního orgánu se vyžaduje aktivní plnění povinností souvisejících s jeho činností, nedostatek základních znalostí nutných k výkonu funkce nebo nedostatek času pro jejich uplatnění nelze uplatnit jako omluvitelný důvod pro nevyložení péče řádného hospodáře. Činnost statutárních orgánů či jejich členů musí být vykonávána v souladu se zájmy společnosti, ne v jejich vlastním zájmu či v zájmu nějaké třetí osoby.

Je zapotřebí zohlednit jak povinnost péče řádného hospodáře, tak poskytnout statutárním orgánům určitou ochranu, v podobě presumpce existence rizikových podnikatelských rozhodnutí. Hodnotit se musí jednání, které jim předcházelo a nikoli jejich výsledek. Statutární orgán tedy neodpovídá za výsledek, ale za řádný výkon svojí funkce. V případě, že vykonává svojí funkci v souladu s péčí řádného hospodáře, za případný neúspěch společnosti nemůže.

Management korporace odpovídá pouze za riziko, které by jako řádný hospodář neměl na základě dostupných informací jménem společnosti podstoupit. Odpovídá tedy pouze za předvídatelné negativní následky. Péči řádného hospodáře lze vymezit tak, že jde o určité obchodní rozhodnutí, které je nestranné a nezávislé, není nezákonné, ani neobchází zákon, je racionální a učiněné na základě dostatku informací. Rozhodnutí musí být učiněno v dobré víře, při rozumném předpokladu informovanosti a v obhajitelném zájmu společnosti, a to za podmínky dodržení povinnosti loajality.

Zajímavou problematikou je i otázka pravidla podnikatelského úsudku, která rovněž není v práci zmíněna. Statutární orgán neporuší svojí povinnost péče řádného hospodáře v případě, že prokáže, že v době, kdy činil obchodní rozhodnutí, měl důvod předpokládat, že jednal na základě přiměřených informací ve prospěch společnosti. Toto pravidlo se označuje jako pravidlo obchodního úsudku.

Pravidlo podnikatelského úsudku zahrnuje zejména zvážení přiměřenosti rizika a provedení analýzy rizika. Přiměřenost rizika je nutno zkoumat z hlediska přínosu proti ztrátě, dostupnosti informací, ekonomických dopadů a pravděpodobnosti úspěchu. Přiměřenost rizika musí být zohledněna s ohledem na charakter podnikání společnosti tak, jak by byla hodnocena nezúčastněnou osobou. Přiměřené je takové riziko, které znamená, že případný přínos, kterého je možno dosáhnout, je i za zvážení všech rizik v případě neúspěchu

akceptovatelným. Všechna rizika je nutno řádně vyhodnotit na základě analýzy a konzultací s odborníky.

Statutární orgán však musí být chráněn před útoky za všechna svá rozhodnutí tak, aby jeho rozhodnutí nebyla činěna pod neustálým tlakem zevnitř společnosti. Soudy na sebe nemohou přebírat kontrolu obchodní politiky a podnikatelských metod ani tehdy, jestliže je zřejmé, že jiná obchodní politika by vedla k větším podnikatelským úspěchům. Soudy by se z principu neměly zabývat různými pohledy na podnikatelské rozhodnutí managementu, protože jsou to právě manažeři, jejichž úlohou je zvolit konkrétní obchodní politiku a metody.

Autor se také mohl zaměřit na některé otázky povinnosti loajality, a to obchodování mezi propojenými osobami či insider trading. Úprava obchodů mezi propojenými osobami je nutná z toho důvodu, že manager nebo většinový akcionář může uzavřít se společností smlouvu za podmínek, které jsou méně výhodné pro společnost, než jaké by bylo možné sjednat za obvyklých tržních podmínek.

Členové představenstva, manažeři a většinoví akcionáři jsou ale často jedinými stranami, s nimiž menší společnosti mohou uskutečnit obchod. Třetí osoby, které nemají dostatek informací, nemusí být schopny vyhodnotit situaci společnosti, aniž by musely čelit nepřiměřeným transakčním nákladům. I z těchto důvodů by nebylo zcela rozumné např. zakázat managerům investovat do společností, které vedou, stejně jako zakázat většinovým akcionářům obchodovat se společností.

Obchodům mezi propojenými osobami jsou podobné obchody s akciemi korporace na základě ještě nezveřejněné, s ohledem na cenu citlivé, korporátní informace. Výsledkem těchto obchodů je to, že vrcholoví manažeři, členové představenstva a většinoví akcionáři mají zisk z toho, že prodají nebo nakoupí akcie ještě před tím, než je na akciovém trhu zohledněna tato informace do ceny akcií.

V práci chybí objasnění její koncepce, logické struktury a metod, které by měly být použity. Z tohoto pohledu se jeví jako poněkud chaotická, neboť rozebírá celou řadu problémů, které spolu souvisejí, ale jsou v různé míře vzdálenosti od tématu práce. Některé části jsou z tohoto důvodu jen jakýmsi uvedením do problému, což je pro práci tohoto typu nedostatečné. Takovou charakteristikou se vyznačuje zejména část týkající se koncernů. Práce je kumulací všech dostupných aktuálních vědeckých publikací na dané téma. Tuto kumulaci je však stěží označit za syntézu, neboť není provedeno kritické zhodnocení pramenů, ani jejich kategorizace či začlenění do nějakého rámce.

Autorem použitá literatura je bohatá. Grafická úprava je na dobré úrovni. Jazykové a stylistické zpracování práce jsou na dobré úrovni. Práce disertanta s literaturou je přednostní práce. Disertant tedy prokázal, že literaturu umí správně používat a citovat z ní.

V rámci celkového hodnocení disertační práce lze uvést, že se jedná o práci důkladnou, byť poněkud nekonceptní, chaotickou a někdy málo originální.

Připomínky a otázky k zodpovězení při obhajobě:

Jakým způsobem upravuje právo obchodní vedení korporací v zemích, kde převládají společnosti s akcionáři s kontrolním podílem, a jakým způsobem upravuje právo obchodní vedení v zemích, kde je vlastnictví akcií rozptýleno mezi pasivní, neinformované investory?

Doporučení práce k obhajobě:

Práci doporučuji práci k obhajobě.

V Praze, dne 31. 8. 2019

doc. JUDr. Aleš Rozehnal, Ph.D.