

## POSUDEK OPONENTKY DIPLOMOVÉ PRÁCE

Jméno diplomanta	Alexander Kelemen
Téma práce:	Akcie s násobným hlasovacím právem v komparativnej perspektive a svetle judikatury SDEU
Rozsah:	117 stran vlastního textu
Datum odevzdání práce:	25. 3. 2024

1. **Aktuálnost (novost) tématu** Diplomant zvolil pro svou diplomovou práci tematiku z oblasti práva obchodních korporací, přesněji práva akciového. Její aktuálnost posiluje i návrh směrnice EP a Rady o akciových strukturách s vícenásobnými hlasovacími právy, které se uchází o obchodování na trhu MSPO, 2022, COM (2022) 761 final. Volba tématu je tudíž vhodná a aktuální.
2. **Náročnost tématu na teoretické znalosti, vstupní údaje a jejich zpracování a použité metody** Téma je náročné zejména na znalosti akciového práva, a to jak českého, tak právních úprav dalších vybraných zemí a též navazující odborné literatury. Současně předpokládá i znalost unijního práva a judikatury Soudního dvora EU (dále „SDEU“). Náročnost tématu je tudíž spíše vyšší.

K použitým metodám se autor vyjádřil v úvodu svého textu (s. 9). Přihlásil se k metodě analytické, přičemž analýzu koncipuje jako soubor úvah de lege ferenda (s. 8). Dále deklaruje metodu deskriptivní. Zejména se pak hlásí k metodě komparativní analýzy. Dále pracoval s metodou indukce a k dovození jednotlivých závěrů využil metodu syntézy. Uvedené metody odpovídají cíli práce.

### 3. **Formální a systematické členění práce**

Rozsah práce (117 stran vlastního textu) přesahuje standardy stanovené pro diplomové práce (108 000 znaků). Název diplomové práce je formulován širěji, diplomant se ale soustředil převážně na společnosti, jejichž cenné papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu. Toto zúžení má logiku a autor je argumentuje v úvodu práce.

Diplomová práce je formálně rozdělena do tří kapitol s vnitřním podrobnějším členěním, v nichž autor nejprve pojednává o pojmu akcií s násobným hlasovacím právem, o principech, na nichž stojí či stála úprava hlasovacích poěrů a dále o širších souvislostech jejich konstrukce. Navazuje druhou kapitolou (označenou jako „Komparativní pohled...“). V ní dovozuje převážně na základě shromážděných doktrinárních závěrů (nikoli na základě zkoumání konkrétních právních úprav) přístupy zákonodárců některých vybraných zemí k akciím s násobky hlasů. Takto pojatou kapitolu lze hodnotit jako komparativní spíše s rezervou. Třetí část práce se věnuje judikatuře SDEU a jejímu případnému pohledu na akcie s násobným hlasovacím právem.

Samotná systematika diplomového textu je zvolena vhodně a základní řazení jednotlivých témat je logické.

### Vyjádření k práci

4. **Hloubka provedené analýzy** Hloubka provedené analýzy odpovídá nárokům kladeným na diplomové práce, přijmeme-li autorovu výhradu, že bude pracovat s úvahami jiných, převážně zahraničních, autorů (a nikoli analyzovat konkrétní právní úpravu).
5. **Splnění cíle práce.** Autor si v úvodu své práce stanovil cíl „podat komplexní rozbor akcií s násobným hlasovacím právem. V úvodní části diplomové práce (s. 10) formuloval dvě

hypotézy, a to, 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 (ako zakladatelia a dlhodobí investori), a to navzdory rizikám a negatívnym dopadom, ktoré môžu prinášať (primárne pre minoritných akcionárov).“ Druhá výzkumná hypotéza predpokladá, že „... z dôvodu tlaku regulačnej súťaže prichádza jednotlivými členskými štátmi v posledných rokoch k zavádzaniu nástrojov, ktorých snaha je zatraktívniť 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.“ V návaznosti na tyto hypotézy formuloval autor sedm dĺžich výzkumných otázek. Ty pak rozebírá v jednotlivých subkapitolách. V závěru práce konstatuje, že obě hypotézy byly prokázány. Cíl ověřit hypotézy, analyzovat díleč výzkumná témata a podat na ně souhrnnou odpověď lze tudíž považovat (s výhradou, že málokteré juristické téma lze zpracovat zcela komplexně) za splněný.

6. **Terminologie** Diplomový text pracuje zejména s termíny „akcie s násobným hlasovacím právem, duální struktura akcií, kótované společnosti resp. veřejně obchodované společnosti.“ Tyto termíny autor na začátku své práce (s. 9, 12, 14) vymezuje. V práci se vyskytují nečetné terminologické nepřesnosti (např. používání pojmu firma v subjektivním smyslu s. 27). Patrné jsou též anglicismy (např. termín „adopce“ akcií, „adopce“ nástrojů, který je nadužíván, „uniformovaní minoritní akcionáři“ s. 52 a jiné).
7. **Formální a jazyková stránka práce.** Diplomant zvolil slovenský jazyk. Formální a jazyková úroveň práce odpovídá nárokům kladeným na odborný text. V práci se vyskytují místy gramatická pochybení, a to v interpunkci. Text je spíše čtenářsky náročnější a místy přetížený cizími výrazy (např. s. 56). Patrný je vliv anglického podkladu.
8. **Práce s literaturou** Diplomant pracoval při tvorbě své diplomové práce s rozsáhlým okruhem odborných zdrojů, což se projevilo i v četnosti odkazů (více než 400). Široce čerpal z anglicky psaných pramenů. Se zahraničními úpravami pracoval v originálním jazyce (německý, italský, anglický). Vzhledem k tomu, že diplomant v úvodu hovoří (s. 9) o primárním postavení problematiky USA, působí poněkud nevyváženě, že neuvádí žádný přímý americký regulační zdroj (vzhledem k absenci úpravy korporálního práva na federální úrovni by se nabízel ve výčtu zdrojových právních úprav vedle italské, německé či anglické právní úpravy například MBCA či RMBA či zákon o obchodních korporacích některého vybraného amerického státu, např. Delaware). Název diplomové práci si říká o práci s judikaturou Soudního dvora EU, což autor respektoval. Na použitý pramen diplomant korektně odkázal v souladu s citačními pravidly. Upozorňuji ale, že jména autorů se nepřekládají, jak činí diplomant u autorky Lucie Slavíkové, která je nejen ve vlastním textu, ale i v poznámkách pod čarou uváděna jako „Slavíková.“
9. **Obsah práce, připomínky k obsahu.**

Posuzovaná diplomová práce je zajímavá. Autor pojednává o zvoleném tématu v širších socioekonomických souvislostech. Zkoumán je dopad konstrukce vícenásobných akcií na správu a na „hodnotu společnosti.“ Tento nadhled je hlavním rysem i pozitivem diplomové práce. Ačkoli její závěry nejsou překvapivé, autor je většinou argumentuje a poté i shrnuje. S hlavní myšlenkou o postupném odklonu od principu proporcionality ve vztahu k hlasovacím podílům lze souhlasit.

Diplomant prokázal velmi dobrý přehled o názorech zahraničních komercialistů, které v diplomové práci dominují. I když uvedl i některé práce tuzemských autorů, je zřejmé, že východiskem jeho přístupu je angloamerická doktrína, což se mimo jiné projevuje i v pojednání o vztahu akcionářů a členů volených orgánů (v autorově terminologii „manažmentu“), kdy vychází výlučně z angloamerické teorie zastoupení.

Pokud jde o druhou kapitolu, v jejím názvu, jakož i v nadpisu diplomové práce, figuruje pojem „komparativní pohled.“ Lze proto očekávat srovnání, resp. zkoumání institutu násobných akcií v úpravě některých vybraných zemí. Autor si ale vyhradil, že analýzu bude koncipovat jako soubor úvah de lege ferenda.....bez návaznosti na konkrétní právní úpravu, což je při deklarovaném komparativním přístupu málo obvyklé. Znalost konkrétní právní úpravy a její komparace s jinými nemusí znamenat zkrácení závěrů a spíše přispívá k hloubkovému rozboru, než aby mu bránila. V diplomové práci jsou přístupy vybraných států k úpravě akcií s násobnými hlasy dovozovány převážně z obecnějších doktrinárních závěrů anglických či amerických autorů. Odkazy na konkrétní právní úpravy jsou v textu spíše výjimečné (např. německý AktG). Obdobně to platí např. o působnosti valné hromady v úpravě kontinentálně evropských zemí a v podmínkách amerických států. S českou právní úpravou autor v rámci druhé kapitoly (kromě údaje v tabulce č. 2) nepracuje.

Z dílčích diskusních poznámek lze uvést např. tyto:

- autor postřehl rozdíl mezi konstrukcí akcií s násobným hlasovacím právem a tzv. věrnostními akciemi. V této souvislosti lze poznamenat, že i na věrnostní akcií (s. 15) lze v závislosti na jejich konstrukci ve stanovách pohlížet jako na podmíněné akcie s násobným hlasovacím právem.
- Na s. 22 diplomant konstatuje chybějící normativní zakotvení zásady rovného zacházení i v právní úpravě ČR, ačkoli na předcházející straně správně cituje ustanovení § 212 odst. 1 obč. zák., kde je tato právní zásada obecně pro korporace formulována.
- V rámci pojednání o důvodech „odlišného zacházení“ (s. 22, 23, 25 a násl.) je jako materiální zdůvodnění hlasovací nerovnováhy akcentován zejména zájem společnosti, ačkoli v právní úpravě se většinou omezení hlasovacího práva kompenzuje jinou, zejm. majetkovou výhodou a významnou, ne-li dominantní roli hrají zájmy společníků (viz například konstrukce českých prioritních akcií). V práci se v zásadě předjímá, že většinovému akcionáři jde vždy o zájem společnosti a je nositelem prosperity, což tak vždy nemusí být.
- S názorem, že stanovení limitu násobku hlasovacích práv je problematické, souhlasím. Totéž platí pro závěr, že k akciím s násobky hlasů se nyní přistupuje výrazně vstřícněji. Poznávám ale, že zákonná omezení a doktrinární závěry je třeba číst v kontextu doby, konkrétní omezení zpravidla reagovala na historické okolnosti a negativní zkušenosti s násobky hlasovacích práv. Vracím se tak ke shora uvedené poznámce, že komparace jednotlivých právních úprav a okolností, na které navazují, není zkreslující skutečností, ale spíše skutečností vysvětlující postoj té které země a základem obecnějšího závěru.
- K pojednání o tzv. „severské správě“ poznávám, že severské státy prošly na přelomu století významnými reformami, které je přiblížily zejména k anglickému korporáčnímu právu. Převzatý značně obecný závěr na s. 40 by bylo na místě dokumentovat konkrétní právní úpravou, resp. uvést, jak se projevuje v působnosti nejvyššího orgánu (některých) severských států.
- Akcie s násobky hlasů jsou v práci bez dalšího spojovány s lepší informovaností jejich vlastníka. Tak tomu v praxi skutečně je. Nejsou ale analyzovány důvody – např. skutečnost že akcionář tak získává vlivné postavení ve společnosti, nástroj volby a odvolání členů volených orgánů a právě tím i přístup k informacím.  
Na s. 51 je jen vágně (bez větší přesnosti) uvedeno, co se rozumí nepřátelským převzetím. Motivy nepřátelského převzetí spojuje autor spíše beletristicky s nadměrným sebevědomím managementu. Přesněji jde zpravidla o důsledek suboptimálního řízení (s. 51). Více prostoru by si zasloužilo české pravidlo průlomu, kterému je věnována jediná věta (s. 55).
- V pojednání o tzv. zlatých akciích (s. 102) postrádám vyjádření hlavního rozdílu mezi zlatými akciemi v pojetí, o němž rozhodoval SDEU a akciemi s násobky hlasů začleňovanými do zakladatelského právního jednání společnosti autonomní dohodou akcionářů (tj. rozdíl mezi zlatými akciemi jako institutem soukromého práva a právními úpravami zvýhodňujícími konkrétního akcionáře, typicky stát, FOND či obdobný zvláštní subjekt).

## 10. Otázky k diskusi při obhajobě.

V rámci rozpravy při obhajobě by se diplomant mohl zaměřit například na následující otázky:

- Co rozumí „společností působící v odvětvích, ve který značná hodnota může být vytvořena ignorováním dočasných trendů (viz převzatý text na s. 33)?
- Jakým konkrétním způsobem se projevuje ochrana menšinových akcionářů prostřednictvím nezávislých členů statutárního orgánu (např. s. 62), kterou autor považuje za ideální ochranný nástroj?
- Do jaké míry je návrh směrnice EP a Rady o akciových strukturách s vícenásobnými hlasovacími právy atraktivní pro české společnosti založené za účelem realizace inovativního řešení s využitím rizikového kapitálu (tzv. Startupy)?
- Do jaké míry je aktuální problém posouzení inkompatibility akcií s násobným hlasovacím právem SDEU po přijetí návrhu výše uvedené směrnice.

<b>Doporučení/nedoporučení práce k obhajobě</b>	Práci doporučuji k obhajobě.
<b>Navržený klasifikační stupeň</b>	Práci lze hodnotit známkou velmi dobře, přičemž konečný závěr závisí i na vystoupení diplomanta při obhajobě.

V Praze, 15. května 2024

prof. JUDr. Stanislava Černá, CSc.  
oponentka