

UNIVERZITA KARLOVA
Právnická fakulta

Michal Hofman

**Ekonomické a právní aspekty corporate governance s ohledem na dopady
finanční krize v letech 2007-2009**

Diplomová práce

Vedoucí diplomové práce: doc. JUDr. PhDr. Ilona Bažantová, CSc.

Katedra: Katedra národního hospodářství

Datum vypracování práce (uzavření rukopisu): 21.4.2019

Prohlašuji, že jsem předkládanou diplomovou práci vypracoval samostatně, že všechny použité zdroje byly řádně uvedeny a že práce nebyla využita k získání jiného nebo stejného titulu.

Dále prohlašuji, že vlastní text této práce včetně poznámek pod čarou má 196 744 znaků včetně mezer.

V Praze dne 21. dubna 2019

.....
Michal Hofman

Poděkování

Tímto bych chtěl velice poděkovat za cenné rady, připomínky, ochotu a vstřícný přístup při vedení mé diplomové práce doc. JUDr. PhDr. Iloně Bažantové, CSc.

Obsah

Obsah.....	4
Úvod.....	7
1. Základy corporate governance.....	9
1.1 Pojem corporate governance.....	9
1.2 Historie corporate governance.....	10
1.2.1 Cadburyho a Greenbury zpráva.....	10
1.2.2 Hampelova komise a Combined Code.....	11
1.2.3 Principy OECD.....	12
1.3 Význam a druhy corporate governance.....	12
1.3.1 Monistický model.....	13
1.3.2 Dualistický model.....	14
1.4 Modely corporate governance.....	14
1.4.1 Shareholder model.....	15
1.4.2 Stakeholder model.....	15
2. Skandály Enron a WorldCom.....	17
2.1 Úvod.....	17
2.2 Enron.....	17
2.3 WorldCom.....	18
2.4 Reakce OECD.....	19
2.5 Evropská unie.....	20
2.6 Revidování corporate governance v USA.....	21
2.6.1 Sarbanes-Oxley Act.....	22
2.6.2 Vliv na corporate governance.....	22
2.7 Reakce Spojeného království.....	24
2.7.1 Higgsova zpráva.....	24
2.7.2 Zrevidovaný Combined Code.....	25
2.8 Česká republika.....	25

3. Finanční krize v letech 2007 – 2009.....	27
3.1 Úvod.....	27
3.2 Pozadí a průběh krize.....	27
3.3 Příčiny vzniku finanční krize.....	29
3.3.1 Nadbytek likvidity.....	29
3.3.2 Selhání ratingu a regulace.....	29
3.3.3 Selhání corporate governance.....	30
4. Vliv krize na corporate governance dle OECD.....	32
4.1 Reakce OECD.....	32
4.1.1 Odměňování.....	32
4.1.2 Risk management.....	34
4.1.3 Praktiky užívané boardem.....	35
4.1.4 Výkon práv akcionářů.....	36
5. Vliv krize na corporate governance ve Spojených státech.....	38
5.1 Úvod.....	38
5.2 Dodd-Frankův zákon.....	38
5.2.1 „Say on pay“.....	39
5.2.2 Výbory pro odměňování.....	40
5.2.3 Zveřejňování odměňování.....	41
5.2.4 Zpětné získání odměny.....	42
5.2.5 Zajištění zaměstnanců a ředitelů.....	42
5.2.6 Proxy access.....	43
5.2.7 Zveřejnění struktury boardu.....	43
5.2.8 Povinnost auditorského osvědčení.....	44
5.2.9 Ostatní.....	44
5.3. Závěr.....	44
6. Vliv krize na corporate governance ve Spojeném království.....	46
6.1 Úvod.....	46
6.2 Corporate Governance Code 2010.....	46
6.2.1 Diverzifikace boardu.....	47

6.2.2 Každoroční znovuzvolení správní rady.....	47
6.2.3 Odměňování dle výkonosti.....	47
6.2.4 Zhodnocení správní rady.....	48
6.2.5 Zveřejnění obchodního plánu.....	48
6.2.6 Risk management.....	48
6.3 Kodex pro správce.....	48
6.4 Pravidlo „dodržuj, nebo vysvětli“.....	49
7. Vliv krize na corporate governance v Evropské unii a České republice.....	51
8. Corporate governance dnes.....	54
8.1 OECD.....	54
8.2 Spojené státy americké.....	55
8.3 Spojené království.....	57
8.4 Česká republika.....	58
Závěr.....	60
Seznam použitých zdrojů.....	64
Seznam zkratk.....	75
Abstrakt.....	76
Abstact.....	77

ÚVOD

Corporate governance je institut, bez kterého by si žádná větší společnost nemohla představit svou trvalejší existenci. Přestože se jedná o poměrně starý institut, jeho význam nabyl v posledních 10 letech na síle v souvislosti s finanční a hospodářskou krizí v letech 2007 až 2009, kterou zapříčinilo selhání trhu s hypotečními úvěry ve Spojených státech a která se pro své dopady označuje za světovou krizi. Práci jsem si vybral pro zájem o danou tematiku a proto, že relevanci můžeme vidět ještě dnes, kdy se corporate governance díky finanční krizi stalo centrem pozornosti jako esenciální prvek každé společnosti.

Cílem této práce je analyzovat, zda a jaké dopady měla finanční krize na corporate governance s ohledem na právní řády Spojených států amerických, Spojeného království Velké Británie a Severního Irska a České republiky. Dále budu zkoumat, jakým způsobem byla ovlivněna legislativa daných zemí a jak došlo k zefektivnění správy a řízení společností. Hypotézou práce je, že dopady na správu společnosti se nejvíce projeví v USA, neboť zde krize vypukla. Spojené království tvoří jistou spojnicí mezi USA (skrže jejich historické provázání) a Českou republikou (skrže členství v Evropské unii). Ve Spojeném království budou dopady menší, protože zde krize nezasáhla tak silně jako u jeho amerických kolegů, ale budou jistě znatelné. V České republice pak budou dopady nejmenší, neboť navzdory dnešním globálním finančním provázaným trhům je ČR menší trh, než je například trh britský, a více závislý na evropském trhu než na americkém.

Corporate governance je fenoménem multioborovým. Zasahuje do mnoha oblastí, především do obchodního, občanského, finančního, ale i trestního či správního práva, do makro i mikroekonomie, sociologie, psychologie, politologie, historie a mnoha dalších specializovaných oborů potřebných ke správnému vedení společnosti. Práce čerpá z tuzemské i zahraniční odborné literatury týkající se nejen právní úpravy a principů a zásad, ale i ekonomických zdrojů; bude používat grafy na znázornění a především analytickou, deskriptivní a komparativní metodu.

Práce je rozčleněna do čtyř částí, přičemž nejdříve se budu věnovat úvodu do problematiky corporate governance a samotnému pojmu. V druhé části se zaměřím na seznámení s finanční krizí, která zasáhla světové trhy převážně v letech 2007 až 2009. V další části se podívám na promítnutí důsledků krize do právních řádů jednotlivých zemí a na způsob vypořádání se s krizí s ohledem na správu a řízení obchodních korporací. Poslední část bude pojednávat o současném stavu corporate governance, jeho moderním pojetí a posunu jeho vnímání od dob krize.

Nejdříve se budu věnovat definici pojmu corporate governance, s jeho historií, významem, druhy a modely corporate governance. Je těžké uchopit a vymezit tento pojem, protože je velice obšírný, a jak jsem uvedl výše, spadá do více oborů najednou. Do češtiny se překládá výrazem „správa

a řízení obchodních korporací“ a zahrnuje vztahy ve společnosti, především s ohledem na vztahy vedení společnosti a jejich akcionářů. Jak jsem již zmínil, je pojem relativně mladý, ačkoliv se mu největší přímé pozornosti dostalo v souvislosti s pokrizovým obdobím. Zároveň neexistuje jednotný správný model správy společnosti, který by byl univerzálně platný; v zásadě rozlišujeme dva základní modely, monistický a dualistický, přičemž první model je užíván především v angloamerickém právním prostředí a druhý v kontinentálním evropském prostředí. Každý z nich má své výhody a nevýhody, proto je ve spoustě zemí, jako např. v ČR, možnost si zvolit mezi danými modely správy společnosti.

Ve druhé části poskytnu úvod do problematiky finanční krize, která proběhla v období mezi lety 2007 až 2009. Jedná se o krizi, která zapříčinila pád významných společností a celosvětově zpomalení růstu ekonomiky a která tak významně ovlivnila světové trhy. Jedna z jejích příčin je spojována s krizí corporate governance, protože právě vedení společností nebylo s to zabránit negativním důsledkům krize.

V další části se zaměřím na faktický vliv krize na corporate governance. Po krizi se pátralo po jejích příčinách a důvodech a jedním z velmi diskutovaných okruhů byla právě otázka správy a řízení společností, která měla za úkol krizi zastavit. Zaměřím se na právní úpravy, jak na hard law, tak na soft law, které se zabývaly regulací corporate governance se zaměřením na výše zmíněné tři země, ale i na stanoviska mezinárodních organizací, především Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj (OECD). Budu se tedy zajímat i o reakci mezinárodního společenství, které si uvědomilo vitální důležitost správně nastaveného a regulovaného corporate governance v reakci na jeho selhání a nedostatečnou úpravu.

Ke konci práce se budu zabývat dnešní úpravou corporate governance, jejím posunem od dob krize a efektivitou platných úprav. Od krize uplynulo 10 let a corporate governance se dále vyvíjelo a posunulo spolu s vývojem peněžních, kapitálových a dalších trhů, aby zajišťovalo stálou pojistku dobré správy a řízení společností. V závěru pak odpovím na otázky, které jsem vytyčil jako cíl práce v úvodu, a porovnáám právní úpravy daných zemí a standardy OECD.

1. ZÁKLADY CORPORATE GOVERNANCE

1.1 Pojem corporate governance

Samotný pojem Corporate governance, ač v dnešní době už často používaný a rozšířený, je velice obšírný a není nikde definovaný. Jedná o anglický výraz, který se používá se i v českém právním prostředí jako *správa a řízení obchodních korporací*, případně *správa a řízení společnosti*. V této práci budu používat oba pojmy synonymně, neboť reprezentují totožný význam. Stejně tak budu v práci používat synonymně výrazy management, vedení či board.

Corporate governance je nesmírně široký pojem zahrnující ekonomické i právní aspekty, ale též psychologické či sociologické, spolu s dalšími specializovanými odvětvími, které jsou k řízení společnosti potřebné. Corporate governance nemá jednotnou přesnou definici; budu proto používat definici podle Principů správy a řízení společnosti vydaných Organizací pro hospodářskou spolupráci a rozvoj (OECD). Ta říká, že se jedná o „*soubor vztahů mezi vedením společnosti, jejími správními orgány, jejími akcionáři a dalšími zainteresovanými stranami*” a zároveň „*poskytuje strukturu k dosažení cílů společnosti a ke sledování úspěšnosti společnosti.*”¹ Pro srovnání: Ministerstvo průmyslu a obchodu uvádí, že pod tento pojem spadají *jednak vztahy mezi vedením společnosti, její radou, akcionáři a ostatními dotčenými subjekty a jednak způsob, jakým jsou dosahovány cíle dané společnosti, struktura jejich orgánů a jak je plněn dohled nad její činností.*² Vidíme, že definice jsou dost podobné. Z výše uvedeného vyplývá, že hlavní aspekty, na které se správa a řízení zaměřuje, jsou následující:

- informační otevřenost a transparentnost hospodaření a řízení společnosti
- vymezení pravomoci managementu a jeho činnost
- strategie a orientace společnosti
- otázky správného nastavení odměňování
- správné řízení rizik
- odpovědnost za finanční výkaznictví a odpovědnost za audit
- role a výkon práv akcionářů a zainteresovaných osob

¹Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj, *Země G20/OECD - Principy správy a řízení společnosti*, Czech Institute of Directors, 2016, ISBN 978-80-270-0636-6, s. 13, [online]. [cit. 2019-02-02]. Dostupné z: https://www.mzv.cz/file/2247685/g20_principles_of_corporate_governance_cze.pdf

²Ministerstvo průmyslu a obchodu. *Corporate governance – správa a řízení společnosti*. 2006 [online]. [cit. 2019-02-02]. Dostupné na: <http://www.mpo.cz/dokument2566.html>

1.2 Historie corporate governance

Přestože pojem samotný je užíván relativně až v poslední době, historii tohoto institutu jako takového lze stopovat daleko do historie.³ Jeho úloha jako institutu sloužícího k vymezení dobré správy a řízení společností byla v Evropě velmi významná, především pak ve Velké Británii hrál tento institut důležitou roli, protože se zde zrodily nejvýznamnější dokumenty vymezující corporate governance. Budu se proto zabývat historií corporate governance ve Spojeném království.

Potřebu správné správy a řízení společnosti lze spojit se zámořskými objevy, kdy vysoce vzrostla poptávka po kapitálu. Reakcí na tuto poptávku bylo vytvoření prvních kapitálových společností – Nizozemské a Britské východoindické obchodní společnosti, které umožňovaly financování plaveb prostřednictvím emisí akcií, a u kterých docházelo k prvnímu oddělení vlastnictví od řízení společnosti. Naneštěstí se klasická ekonomika 18. a 19. století nedokázala systematicky vypořádat s rozrůstajícím se počtem velkých společností. Adam Smith popsal v 18. století jednotlivé druhy společností, mezi nimi i akciovou společnost. Přesně popsal její schopnost snadněji získat větší kapitál. Říká, že každá akciová společnost musí být řízena radou ředitelů, kteří jsou kontrolováni vlastníky. Poukázal na problém pána a správce, tedy na možný problém, kdy management nebude spravovat peníze akcionářů s takovou bdělostí, jako by to byly jeho peníze. Možná i proto tyto korporace nepřevážily nad nezávislými podnikateli až do 19. století. Zlomem bylo přijetí zákona o akciových společnostech ve Velké Británii v roce 1844, který přiznal společnostem právní subjektivitu. Jejich založení tudíž nevyžadovalo královský dekret ani schválení Parlamentu.⁴

1.2.1 Cadburyho a Greenbury zpráva

Přestože byl pojem corporate governance poprvé použit ve Spojených státech Komisí pro cenné papíry a burzy v roce 1976,⁵ nastal rozmach corporate governance až v 90. letech minulého století. Jedním z nejvýznamnějších děl je britská Cadburyho zpráva z roku 2002⁶, která se týká finančních záležitostí správy a řízení společnosti, především informační otevřenosti a zodpovědnosti správy společnosti. Cadbury navrhoval např. jasné rozdělení pravomocí v managementu a velký důraz kladl na roli nezávislých a neexekutivních ředitelů. Tento dokument se stal pro svou praktičnost velmi používaným i za hranicemi Velké Británie a jeho plnění začalo být vyžadováno na úrovni pravidla

³BORKOVEC, Aleš. *Akciová společnost a rozptýlené vlastnictví.*, Praha: Leges, 2013, 232 s., ISBN 978-80-7502-019-2, s. 15.

⁴BAŽANTOVÁ, Ilona, *The emergence and development of corporate governance as an economic and institutional phenomenon*, in: Journal of International Scientific Publications, 2015, 9. ročník, s. 167-168, ISSN: 1314-7242.

⁵CHEFFINS, Brian R. *The History of Corporate Governance*. Oxford Handbook of Corporate Governance. Oxford University Press, 2013, s. 2, [online]. [cit. 2019-02-02]. Dostupný z: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1975404

⁶The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, *The Financial Aspects of Corporate Governance*, 1992, [online]. [cit. 2019-03-16]. Dostupný z: <http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>

„comply or explain“ – „dodržuj, nebo vysvětli“.⁷ Tedy pravidla, které říká, že se společnost bude řídit soft-law doporučeními, nebo bude muset vysvětlit, proč se od zavedených standardů odchýlila, a nechat na investorech, ať se rozhodnou, zda budou či nebudou do společnosti investovat. Více k pravidlu viz níže v práci.

Druhým velice významným dokumentem se stala Greenburyho zpráva z roku 1995, která se více soustředila na odměňování vrcholného managementu, především na determinanty při zvažování odměňování managementu. Navrhuje dále vytvoření nezávislých výborů pro odměňování, které by každý rok sepisovaly zprávu o odměňování managementu, určuje dobu smlouvy o výkonu funkce na 12 měsíců a stanovuje, že v případě jiného ujednání musí být vysvětleno, proč bylo ujednáno jinak, než je doporučeno.⁸

1.2.2 Hampelova komise a Combined Code

Zatímco předešlé zprávy se týkaly spíše konkrétních oblastí corporate governance, měla britská Hampelova komise⁹ z roku 1996 za úkol zanalyzovat předchozí doporučení a vytvořit sjednocený Combined Code, kterým by se společnosti měly řídit. Přínos Hampelovy komise byl mj. v tom, že se více zabývala směřováním na dlouhodobé cíle společnosti, tedy na dlouhodobé zvyšování hodnoty akcií nebo rovnováhou mezi prospěchem společnosti a odpovědností. Výsledkem byl výše zmíněný Combined Code¹⁰ z roku 1998, jenž stanovil základní doporučení, kterým se měly řídit společnosti inkorporované ve Spojeném království obchodující na Londýnské burze cenných papírů. Tato doporučení zahrnovala účast neexekutivních ředitelů na odměňování a ve výborech pro audit nebo vymezení pravomocí exekutivních a neexekutivních ředitelů.¹¹ Combined Code pak byl průběžně revidován a zdůrazňoval i roli institucionálních akcionářů, kteří mají mít své rozhodnutí, tzn. použití svých hlasů, dobře promyšleno¹², a zavádí tím sdílenou odpovědnost mezi akcionáři a správní radou.

⁷Kolektiv autorů, *Comply or Explain 20th Anniversary of the UK Corporate Governance Code*, Financial Reporting Council, 2012, [online]. [cit. 2019-02-11]. Dostupný z: https://www.frc.org.uk/getattachment/06870154-78a0-44f5-a1c5-48b42f860049/FRC-Essays_Comply-or-Explain.pdf

⁸Greenbury Recommendations [online]. Greenbury Committee, 1995, [online]. [cit. 2019-02-02]. Dostupný z: http://www.ecgi.org/codes/documents/greenbury_recommendations.pdf

⁹Committee on Corporate Governance, *Final Report*, Governance and Gee Publishing Ltd. 1997, ISBN 1 86089 034 2 [online]. [cit. 2019-02-02]. Dostupný z: <http://www.ecgi.org/codes/documents/hampel.pdf>

¹⁰Committee on Corporate Governance, *Combined Code, Principles of good governance and code of the best practice*, 1998, [online]. [cit. 2019-02-02]. Dostupný z: http://www.ecgi.org/codes/documents/combined_code.pdf

¹¹University of Cambridge, Judge Business School, *Further corporate governance reports*, [online]. [cit. 2019-02-02]. Dostupný z: <http://cadbury.cjbs.archios.info/report/further-reports>

¹²Combined Code, sekce 2, písm. E, bod 1.

1.2.3 Principy OECD

Mimo výše zmíněné zprávy je důležitým milníkem corporate governance i jeho mezinárodní úprava, vytvořená Organizací pro hospodářskou spolupráci a rozvoj. Jedná se o první mezinárodní soubor pravidel, který se komplexně snažil upravit tematiku corporate governance. Tento soubor, Principy pro správu a řízení podniků, vznikl pod křídly OECD a byl přijat v roce 1999.¹³ Principy vycházely z Cadburyho zprávy a poskytly komplexní úpravu nejvýznamnějších oblastí corporate governance. Již několikrát byly novelizovány.

1.3 Význam a druhy corporate governance

Význam corporate governance pro obchodní společnost je jasný, jen pokud se podíváme, že *hlavními úkoly vrcholového managementu je vytváření strategických, taktických i operativních plánů a jejich realizací, řízení lidských zdrojů, motivací pracovníků, koordinací, koordinací technických, ekonomických, sociálních a dalších aktivit směřujících k dosažení stanovených cílů společnosti,*¹⁴ zjistíme, že se jedná o klíčovou složku každé obchodní společnosti. Přestože existuje více druhů teoretických modelů správy a řízení, kterými se budu zabývat dále, nastává bez správné správy a řízení společnosti snížení její hodnoty, propad akcií či samotná likvidace společnosti. Stejně esenciální je správné obsazení do zákonem stanovených orgánů společnosti a nastavení pravidel a mantinelů, ve kterých má management společnosti jednat. Pokud je nastavení správné, reflektuje hodnotu společnosti na trhu i výkonnost podniku. Nelze definovat nebo určit nejlepší možnou variantu corporate governance, neboť každá společnost je jiná a může vyžadovat odchylné úpravy, ale můžeme najít průsečík znaků, které by taková správa společnosti měla obsahovat, které je záhodno regulovat nebo kterými by se měla jednoduše každá obchodní společnost řídit. Pokud se jimi řídí, přispívají k výkonnosti společnosti, jak dokládá jedna studie z roku 1999.¹⁵ Samozřejmě je nutné podotknout, že ani excelentní corporate governance není absolutní zárukou úspěchu společnosti. Existují okolnosti, kterým může management jen těžko čelit, jak tomu bylo například při finanční krizi v letech 2007 až 2009.

¹³Stálá mise České republiky při OECD v Paříži, *Principy OECD pro správu a řízení podniků (Corporate Governance)*, 2015, [online]. [cit. 2019-02-02]. Dostupný z: https://www.mzv.cz/oecd.paris/cz/zakladni_informace_o_oecd/instrumenty_oecd/principy_oecd_pro_spravu_a_rizeni.html

¹⁴Kolektivní monografie, *Corporate governance*, Praha: Wolters Kluwer, 2015, 280 s., ISBN: 978-80-7478-654-9, s. 59.

¹⁵CORE, John E., HOLTHAUSEN, Robert W. a LARCKER David F, *Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance*, Journal of Financial Economics. 1999, 51. ročník, 3. vydání, s. 371-406.

1.3.1 Monistický model

Můžeme říct, že každý stát má svůj vlastní dominantní druh správy a řízení společnosti v závislosti na své legislativě, judikatuře, tradici a právní kultuře. Přestože jsou si v určitých znacích podobné, lze je roztrždit primárně do dvou základních modelů. Prvním z nich je monistický model (nebo také jednoúrovňový), který je široce uplatňován zejména ve Spojených státech a Spojeném království, proto se mu též říká Anglo-americký systém. V České republice byl zaveden skrze evropskou společnost směrnicí nařízení Rady ES č. 2157/2001¹⁶, směrnicí Rady č. 2001/86/ES¹⁷ a zákonem o evropské společnosti.¹⁸ Možnost zvolit si monistický model i u ostatních společností byl u nás zaveden až roku 2014, viz dále v práci.

Monistický model je charakteristický tím, že v něm vzniká jen jeden správní orgán, a sice správní rada doplněná o statutárního ředitele. Správní rada se skládá jak z exekutivních, tak neexekutivních členů a je volena akcionáři. Určuje základní zaměření obchodního vedení společnosti a dohlíží nad jeho výkonem. Role správní rady tkví v dohlížení nad řádným výkonem managementu, nad jeho činností a plnění cílů společnosti, dále pak v kontrole účetních zápisů a závěrek či návrhů na rozdělení zisku. Schvaluje též smlouvu o výkonu funkce statutárního ředitele. V čele stojí předseda správní rady, který plní organizační funkce, připravuje jednání rady a řídí její činnost.

Statutární ředitel má na starosti obchodní vedení (v mantinelech, které mu určí správní rada), zastupování společnosti navenek s možností společnost zavazovat či povinnost jednat s péčí řádného hospodáře. Dále se může účastnit jednání správní rady nebo jí může svolat. Není zde inkompatibilita funkcí, tedy statutární ředitel může být zároveň předseda správní rady.

Historické pozadí tohoto modelu pochází z prostředí charakterizovaného rozptýlenou vlastnickou strukturou. Akcie společnosti jsou rozptýleny mezi velké množství akcionářů s poměrně malými podíly,¹⁹ tedy s potenciální vyšší racionální apatií. Management proto tvoří zástupce akcionářů, který má povinnost jednat v jejich prospěch, neboť akcionáři často nemají dostatečný podíl na to, aby mohli ovlivnit dění společnosti. Jako pojistka před špatnou správou managementu (problém pána a správce) slouží nebezpečí nepřátelského převzetí jinou společností, po kterém dochází i k obměně celého managementu. Výhodami tohoto systému jsou jednak jednodušší organizace společnosti, neboť předseda správní rady může být zároveň i statutárním ředitelem, a také menší finanční zatížení, nevýhodou či rizikem může být přílišná kumulace pravomocí.

¹⁶Nařízení Rady (ES) č. 2157/2001 ze dne 8. října 2001, o statutu evropské společnosti (SE), in: Úřední věstník L 294, 10.11.2001, p. 1-21.

¹⁷Směrnice Rady č. 2001/86/ES ze dne 8. října 2001, kterou se doplňuje statut evropské společnosti s ohledem na zapojení zaměstnanců, in: Úřední věstník L 294, 10.11.2001, p. 21-32.

¹⁸Zákon č. 627/2004 Sb., o evropské společnosti

¹⁹Akciová společnost a rozptýlené vlastnictví, s. 70.

1.3.2 Dualistický model

Na rozdíl od monistického modelu je dualistický model (nebo také dvouúrovňový) charakteristický pro kontinent; někdy je proto označován jako Německý nebo Německo-japonský systém a je typický i pro Českou republiku. Odlišnost od monistického spočívá v oddělení dvou na sobě nezávislých orgánů, a sice představenstva a dozorčí rady. Představenstvo je statutární orgán společnosti, jemu tedy přísluší obchodní vedení společnosti, zastupuje společnost navenek, zajišťuje vedení účetnictví, předkládá valné hromadě účetní závěrku a zavazuje společnost navenek. Představenstvo si volí svého předsedu, který má v případě rovnosti hlasů rozhodující hlas.

Dozorčí rada pak dohlíží na výkon působnosti představenstva a celé společnosti. Oba orgány jsou voleny valnou hromadou, přičemž v § 448 odst. 7 je zakotvena inkompatibilita funkcí. Dozorčí rada schvaluje zásadnější rozhodnutí a běžná rozhodnutí náleží představenstvu. Má oprávnění nahlížet do všech dokumentů a záznamů společnosti, které mají něco společného s činností společnosti, a přezkoumávat účetní závěrku a jiné dokumenty. Kvůli zajištění nezávislosti dozorčí rady není nikdo oprávněn udělovat dozorčí radě pokyny.²⁰

Co se týče právního prostředí, vychází tento model z kontinentální právní kultury, kde akcie byly většinou vlastněny institucionálními vlastníky, tedy kde byla koncentrovaná vlastnická struktura.²¹ Nebezpečí tohoto přístupu je opomíjení zájmu menších akcionářů, kteří mohou být vždy přehlasováni většinovými akcionáři.

1.4 Modely corporate governance

Ve světě správy a řízení společností existuje několik teoretických modelů, které se snaží analyzovat správu řízení a to, jak by měl management postupovat, nebo alespoň co by měl zohledňovat při správě společnosti. Existují čtyři teoretické modely:

- a) akcionářský (standardní, tzv. shareholder model),
- b) model zájmových skupin (tzv. stakeholder model),
- c) manažerský model a
- d) zaměstnanecký model.

Nejrozšířenější jsou první dva modely.

Neúspěch manažerského modelu lze spatřovat v tom, že manažeři jednají, byť neúmyslně, ve vlastním zájmu, a nikoliv v modelem předpokládaném veřejném zájmu, spolu se zájmem společnosti.

²⁰ŠPERKOVÁ, Kateřina, *Systém vnitřní struktury akciové společnosti po rekodifikaci - dualistická a monistická struktura řídicích orgánů*, 2014, [online]. [cit. 2019-03-16]. Dostupný z: <https://www.epravo.cz/top/clanky/system-vnitri-struktury-akciovce-spolecnosti-po-rekodifikaci-dualisticka-a-monisticka-struktura-ridicich-organu-94068.html>

²¹Akciová společnost a rozptýlené vlastnictví, s. 70.

Zaměstnanecký model se opírá o předpoklad sdíleného řízení společnosti, které mělo předejít možným sporům mezi akcionáři a zaměstnanci. Přesah tohoto modelu můžeme dnes spatřovat v německé právní kultuře, kde je polovina dozorčí rady volena zaměstnanci.²² V České republice byl tento model na vzestupu v 90. letech, ale nakonec převážil akcionářský model. V angloamerickém světě převažuje též spíše model akcionářský, ale můžeme najít i kombinace všech výše zmíněných modelů.

1.4.1 Shareholder model

Tento model pochází už z 18. století a tradičně se považoval za doménu angloamerického světa. Jeho charakteristickým rysem je, že společnosti mají roztržštěnou akcionářskou strukturu, tedy velký počet akcionářů s malým podílem ve společnosti. Pokud je společnost vlastněna velkým počtem akcionářů, z nichž žádný nemá rozhodující hlas, nebo má často přímo zanedbatelný hlas, vytváří tato situace prostor pro apatii akcionářů při podílení se na správě společnosti, neboť sami toho nemůžou mnoho rozhodnout nebo změnit. Proto se zde vytváří prostor pro silný management, který bude řídit společnost v zájmu akcionářů, tedy za účelem krátkodobého zvýšení ceny akcií. Jako příklad můžeme uvést rozhodnutí Amerického Nejvyššího soudu z roku 1919 *Dodge v. Ford Motor Co.*, ve kterém soud vyjádřil, že obchodní korporace je založena a řízena za účelem získání profitu pro akcionáře.²³ Přírozenou protiváhou proti možnému zneužití postavení managementu společnosti je nepřátelské převzetí jinou společností. Při špatné správě společnosti vzniká managementu nebezpečí, že jiná společnost využije nespokojenosti akcionářů s vedením společnosti a odkoupí jejich podíly, aby získala většinu ve společnosti, a stávající vedení vymění za svůj management.

1.4.2 Stakeholder model

Stakeholder model neboli model zainteresovaných stran, je více spjatý s kontinentální kulturou a klade vedle akcionářů větší důraz na další skupiny, které jsou esenciální pro chod společnosti, tj. na zainteresované skupiny. Pojem zainteresované skupiny odkazuje dle definice Standfor Research institute na takové skupiny, bez jejichž podpory by společnost přestala existovat.²⁴ Za takové skupiny můžeme považovat především zaměstnance, dodavatele, věřitele, spotřebitele, případně stát. Tyto skupiny mají velký dopad na společnost a mají zájem na existenci společnosti.

Jádro tohoto modelu tkví ve vztazích mezi společnostmi a těmito skupinami. Kupříkladu zaměstnanci, kteří pracují pro společnost, dostávají mzdu za vykonanou práci, což tvoří jejich

²²Tamtéž, s. 74.

²³KOLB, Robert, W. *Encyclopedia of Business Ethics and Society*, SAGE Publications Inc., 2008, ISBN 978-1-4129-1652-3, s. 1908.

²⁴GOSSY, Gregor a WENTGES, Paul, *A stakeholder rationale for risk management: implications for corporate finance decisions*. Springer Science & Business Media, 2008, ISBN 978-3-8349-9758-6. s. 5.

živobytí. Na oplátku poskytují společnosti své know-how a loajalitu, že se budou řídit pokyny managementu a že budou o společnosti mluvit v dobrém na veřejnosti. Pro dodavatele může být existence či neexistence též esenciální, bez společnosti může dodavatel zbankrotovat. Stejně tak pro společnost může být dobrý vztah s dodavatelem velice vitální, neboť materiál dodavatele určuje kvalitu výsledného produktu a dodavatel může společnosti vyjít vstříc v dobách, které nejsou pro společnost příznivé (např. přijetí opožděných plateb atd.). Spotřebitelé jsou pak „krevním oběhem společnosti“, neboť koupí nabízených produktů poskytují společnosti zisky a nepřímo financují rozvoj společnosti.²⁵ Na závěr lze říci, že stakeholder theory se snaží spíše o dlouhodobý rozvoj a inovaci než o krátkodobější zvýšení ceny akcií.

²⁵FREEMAN, R. Edward, *Stakeholder Theory of Modern Corporations*. In: *Ethical Theory and Business*. 2003, s. 42-43, [online]. [cit. 2019-02-02]. Dostupný z: <http://academic.udayton.edu/lawrenceulrich/Stakeholder%20Theory.pdf>

2. SKANDÁLY ENRON A WORLDCOM

2.1 Úvod

Jak již bylo zmíněno, byla jedna z významných příčin finanční krize v letech 2007 až 2009 právě selhání corporate governance. Evidentní potřeba revidovat corporate governance se objevila už před finanční krizí, kdy svět zasáhly náhlé pády společností, které patřily k největším té doby a které padly především vlivem špatné správy a špatného řízení, spočívajícím především v nedostatečné kontrole a transparentnosti. V této části práce se budu zabývat dopadem těchto skandálů a bankrotů na správu a řízení společností ve Spojených státech amerických, Spojeném království Velké Británie a Severního Irsku a v České republice a reflexí OECD a Evropské unie.

2.2 Enron

Enron byla americká společnost, která se od svého založení v roce 1985 zabývala obchodem s energiemi. V 2001 se stala jednou z deseti největších firem ve Spojených státech²⁶, proto byl po bankrotu společnosti a po objevení jejich slabin a podvodných aktivit vedení společnosti trh znepokojen a zneklidněn a důvěra investorů ve finanční trhy byla značně oslabena. Hlavními příčinami bylo selhání správní rady v její úloze jednat s péčí řádného hospodáře s akcionáři, střet zájmů spolu s podvodným účetnictvím a selhání interního i externího auditu.

Zaprvé je nutno podotknout, že správní rada byla složena z lidí s pochybným morálním charakterem a s neomezenou mocí, což byl zásadní problém, neboť se management zapojoval do podvodných aktivit, které byly jedním z důvodů pádu společnosti.²⁷ Dále měla správní rada své ekonomické vazby na společnost, byla tedy narušena její nezávislost. Příkladem může být využití tohoto spojení CEO, tedy vrcholným exekutivním ředitelem (dále jako „CEO“²⁸) k tomu, aby získal ze společnosti 77 milionů dolarů a poté splatil dluh společnosti tím, že jí prodal zpět její akcie, které vlastnil, což značí nejen pochybení na straně správní rady, ale zároveň to poukazuje na jasné pochybení CEO při záměru jednat s péčí řádného hospodáře, tedy ve prospěch společnosti, a nikoliv ve svůj vlastní prospěch.²⁹

²⁶DIBRA, Rezart, *Corporate Governance Failure: The Case Of Enron And Parmalat*, European Scientific Journal, svazek 12, číslo 16, 2016, ISSN: 1857 – 7431, s. 285, [online]. [cit. 2019-02-09]. Dostupný z: <http://ejournal.org/index.php/esj/article/view/7580>

²⁷Tamtéž, s. 285-286.

²⁸CEO nebo chief executive officer znamená vrcholný exekutivní ředitel a jedná se o specifikum angloamerického právního prostředí. V našem právním prostředí by taková funkce odpovídala funkci předsedy představenstva.

²⁹CUONG, Nguyen Huu, *Factors Causing Enron's Collapse: An Investigation into Corporate Governance and Company Culture*, in: *Corporate Ownership and Control*, svazek 8, 3. vydání, 2011, s. 589, [online]. [cit. 2019-02-

Co se týče účetnictví, dokázal Enron skvěle využít nedostatků účetnictví, aby vykázal vždy zdravě vypadající výkon. Využíval k tomu především metodu tzv. mark-to-market účetnictví, které spočívalo v odhadu budoucích výnosů ve chvíli, kdy byla podepsána dlouhodobá smlouva, a v jejich vykázání jako současné hodnoty budoucích peněžních toků, i když životnost takových kontraktů mohla být zpochybněna, resp. byl vykázán zisk, u kterého nebyla jistota, jestli se opravdu uskuteční.

Dalším z důvodů pádu Enronu byla role auditu, neboť ten měl dohlédnout a zabránit podvodným machinacím vedení. Arthur Andersen, auditor Enronu, byl obviněn za aplikaci laxních standardů kvůli střetu zájmů. Andersen získal desítky milionů dolarů za audit a poradenskou činnost. Otázkou zůstává, jestli si společnost chtěla nechat takového klienta kvůli peněžnímu ohodnocení, které činilo 27 milionů za poradenskou činnost a 25 milionů za auditorskou službu na úkor rizika ztráty pověsti, nebo zda jen neměli dostatečnou schopnost vyznat se ve velice složitých finančních smlouvách a strukturách, které ředitelé vytvářeli. Enronský skandál otrásl každopádně i důvěrou investorů v auditorské zprávy.³⁰

Pád tak významné společnosti jako Enron otrásl v roce 2001 společností i trhem a ukázal, že je potřeba provést významné změny corporate governance a vedení účetnictví, aby k podobným skandálům již nedošlo.

2.3 WorldCom

Společnost WorldCom byla jedním z největších poskytovatelů internetových komunikačních služeb a druhou největší telekomunikační společností ve Spojených státech. Měla pobočky v desítkách dalších států. Podobně jako u Enronu se společnost snažila skrze podvodné účetnictví docílit vykazování zisků a růstu.

WorldCom se dopustil primárně dvou účetnických podvodů: Za prvé snížení výdajů na přenos dat ze startovního do konečného bodu (tzv. line costs) a přehánění a navyšování jejich údajných zisků. Přes přesuny v účetnictví WorldCom nesprávně snížil své výdaje na line costs od 2. čtvrtletí roku 1999 do 1. čtvrtletí roku 2002 o více než 7 miliard dolarů. Za druhé se jednalo o případ, kdy WorldCom stále vykazoval působivý růst a management utvrzoval Wall Street, že toto tempo růstu společnost udrží navzdory faktu, že telekomunikační průmysl zažil v letech 2000 až 2001 krizi.³¹

09]. Dostupný z:

https://www.researchgate.net/publication/228318972_Factors_Causing_Enron's_Collapse_An_Investigation_into_Corporate_Governance_and_Company_Culture

³⁰HEALY, Paul M., PALEPU, G. Krishna, *The Fall of Enron*, in: *Journal of Economic Perspectives*, 17. ročník, číslo 2, 2003, s. 9-16, [online]. [cit. 2019-02-09]. Dostupný z: <http://www.webcitation.org/5tZ0YEF6T>

³¹BERESFORD, Dennis R., KATZENBACH, Nicolas deB., ROGERS Jr., C.B., *Report of Investigation by The Special Investigative Committee of the Board of Directors of Worldcom, Inc.*, Securities and Exchange Commission, 2003, s. 1-18, [online]. [cit. 2019-02-10]. Dostupný z: https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/723527/000093176303001862/dex991.htm#ex991902_7

Další problémovou stránkou byl stejně jako u společnosti Enron audit. Společnost WorldCom byla auditována stejně jako společnost Enron auditorskou společností Arthur Andersen, což položilo i tuto auditorskou společnost. Zajímavé na tom je, že WorldCom byl auditován krátce před tím, než došlo ke skandálu. Ačkoliv se Arthur Andersen hájil tím, že mu byly poskytnuty nesprávné nebo zavádějící informace, byla tato obhajoba zkompromitována tím, že v té době byl Arthur Andersen obžalován z případu Enron.³² Na obranu Andersena nutno uvést, že někteří zaměstnanci WorldComu měli neadekvátně velkou kontrolu nad informacemi, které Anderson potřeboval, a tak snadnou cestu k pozměnění dokumentů, které by mohly vzbudit podezření, nebo možnost je skrýt před auditory.³³

Je zřejmé, že i v tomto případě se jedná o příklad selhání corporate governance. Problémem zde byla role správní rady, která očividně nevěděla o podvodných machinacích, jež měli na starosti CEO Bernard Ebbers a vrcholný finanční ředitel (dále jako „CFO“³⁴) Scott Sullivan. V klasických podkladech, které rada normálně dostává k dispozici, nebylo možné najít informaci vedoucí k možným podvodným praktikám, a tedy ke vzbuzení podezření na nekalé machinace. Dále se jednalo o nedostatek dohledu nad společností. Správní rada byla složena z velké většiny ze zástupců společností, které WorldCom získal akvizicemi; vedení společnosti tedy převážně nechali na Ebbersovi. Výbor pro audit se scházel pouze na pár hodin ročně, takže neplnil efektivní funkci kontrolního orgánu, na který by se mohla správní rada spolehnout. Ebbers řídil jednání rady a její členové mu navíc jen zřídka něco namítali, třebaže s ním nesouhlasili.³⁵

WorldCom se stala největší společností do té doby v Americe, která zbankrotovala; v porovnání s Enronem byla dokonce dvakrát větší.³⁶ Stala se společností, která se řídila potřebou splnit nereálné očekávání trhu, tedy neustálý růst akcií společnosti, a jejíž management tuto potřebu podporoval a zaštiťoval.

2.4 Reakce OECD

Výše zmíněné skandály společností Enron a WorldCom rozpoutaly diskusi o nepolevující potřebě změnit stávající pravidla správy a řízení společností nejen v Americe, ale po celém světě. OECD na tuto potřebu odpovědělo revidovanými Principy corporate governance z roku 2004 (dále

³²SANCHEZ Maria, *Fall of WorldCom: A Critical Analysis*, in: Research Methodology, 2016, [online]. [cit. 2019-02-10]. Dostupné z: <https://research-methodology.net/fall-of-worldcom-a-critical-analysis-2/>

³³Report of Investigation by The Special Investigative Committee of the Board of Directors of Worldcom, Inc., s. 25-28.

³⁴CFO nebo chief financial officer znamená vrcholný finanční ředitel, tedy osobu, která je odpovědná za finance podniku. Tento pojem je specifický pro americké právní prostředí.

³⁵Report of Investigation by The Special Investigative Committee of the Board of Directors of Worldcom, Inc., s. 29-33.

³⁶TRAN, Mark, *WorldCom goes bankrupt*, The Guardian, 2002, [online]. [cit. 2019-02-10]. Dostupný z: <https://www.theguardian.com/world/2002/jul/22/qanda.worldcom>

jen „Principy OECD 2004“).³⁷ V těchto Principech je kladen důraz na předcházení střetu zájmů, na posílení role akcionářů, na transparentnost pravidel nebo na vytvoření jasnějších pravidel pro odměňování výkonných ředitelů společnosti.³⁸ Významnou změnou oproti předešlému kodexu z roku 1999 je přidání kapitoly „Zajištění základny pro efektivní rámec správy a řízení společností“. Tento rámec, který by měla vláda zajistit, by měl být v souladu se zásadami právního státu, měl by podporovat transparentní a efektivní trhy a jasně formulovat rozdělení odpovědnosti mezi orgány z oblasti dozoru, regulace a vynuucování zákona.³⁹

2.5 Evropská unie

Orgány Evropské unie sledovaly skandály kolem Enronu a WorldCom zpovzdálí, ovšem po skandálu italské společnosti Parmalat Evropská unie pochopila, že je potřeba reagovat i na evropské úrovni. Výsledkem byl pak Akční plán Evropské unie, *Modernizace práva obchodních společností a zdokonalení správy a řízení společností v EU – Plán postupu* z roku 2003,⁴⁰ jehož cíle byly jednak posílit práva akcionářů a ochranu zaměstnanců, věřitelů a dalších stran, se kterými společnosti jednají, a přizpůsobit pravidla správy a řízení společností pro jednotlivé kategorie společností, a jednak podpořit efektivitu a konkurenceschopnost společností, se zvláštním důrazem na některé přeshraniční otázky.⁴¹ Jednou z hlavních iniciativ se stala snaha o sblížování národních kodexů corporate governance. Pro tento účel bylo v roce 2004 vytvořeno speciální fórum *European Corporate Governance Forum* (Evropské fórum pro správu a řízení společností), v jehož rámci se na diskusi podílejí významné osobnosti z oblasti správy a řízení společností.⁴²

V návaznosti na Akční plán přijala EU směrnici 2006/46/ES⁴³, kterou zavádí odpovědnost členů správních, řídicích a kontrolních orgánů za finanční výkazy. Směrnice se snaží rozšířit zveřejňování transakcí společností, jejichž cenné papíry nejsou přijaty k obchodování na regulovaném

³⁷OECD Principles of Corporate Governance, 2004, [online]. [cit. 2019-02-13]. Dostupný z: <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>

³⁸KÚDELKOVÁ, Michaela, BRENNEROVÁ, Patricie, *Corporate Governance*, Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR, 2006, [online]. [cit. 2019-02-13]. Dostupný z: <https://www.mpo.cz/dokument11127.html>

³⁹Principy OECD 2004, bod I, s. 17.

⁴⁰Commission of the European Communities, *Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union - A Plan to Move Forward*, 2003, [online]. [cit. 2019-02-13]. Dostupný z: <https://www.mpo.cz/assets/dokumenty/26403/28029/310112/priloha004.pdf>

⁴¹European Corporate Governance Institute, *Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union - A Plan to Move Forward*, [online]. [cit. 2019-02-13]. Dostupný z: <http://www.ecgi.org/commission/>

⁴²Corporate governance – správa a řízení společností.

⁴³Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2006/46/ES ze dne 14. května 2006, kterou se mění směrnice Rady 78/660/EHS o ročních účetních závěrkách některých forem společností, 83/349/EHS o konsolidovaných účetních závěrkách, 86/635/EHS o ročních účetních závěrkách a konsolidovaných účetních závěrkách bank a ostatních finančních institucí a 91/674/EHS o ročních účetních závěrkách a konsolidovaných účetních závěrkách pojišťoven, in: Úřední věstník, L 224, 16.8.2006, p. 1–7, [online]. [cit. 2019-02-13]. Dostupný z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/cs/TXT/?uri=CELEX:32006L0046>

trhu, na transakce mezi vrcholným managementem a spřízněnými stranami jako manželem/manželkou, pokud to nebudou jen marginální transakce či pokud nebudou provedeny za běžných tržních podmínek. Dále směrnice zavádí doporučení, aby společnosti, jejichž cenné papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu, zveřejňovaly výroční výkaz o správě a řízení společnosti. Ten má sloužit k lepší informovanosti akcionářů ohledně řízení společnosti, systémů řízení rizik a vnitřních kontrol a informovat o tom, zda společnost používá jiná ustanovení corporate governance. Součástí této směrnice je i vložený nový článek 46 a, který zavádí zásadu „dodržuj, nebo vysvětli“.

Jako další odpověď na skandály je nutno zmínit i směrnici 2006/43/ES⁴⁴ o povinném auditu ročních a konsolidovaných účetních závěrek⁴⁵. Z hlediska corporate governance přikazuje směrnice členským státům, aby si každý subjekt veřejného zájmu, což je podle čl. 2 bodu 13 subjekt řídicí se právem členského státu, jehož převoditelné cenné papíry byly přijaty k obchodování na regulovaném trhu kteréhokoli členského státu, zřídil výbor pro audit, a určuje také jeho povinnosti. Je nutné zmínit i směrnici MiFID,⁴⁶ která si kladla za cíl zvýšení kvality poskytování investičních služeb, větší konkurenceschopnost mezi těmito poskytovateli a lepší ochranu a informovanost investorů.

2.6 Revidování corporate governance v USA

Společnost si po těchto a dalších skandálech uvědomila, že problematiku corporate governance je třeba řešit hlouběji a na vyšší úrovni než ve formě pouhých doporučení, neboť ve výše zmíněných případech nebyla vždy plně efektivní. To vedlo v USA k přijetí významného zákona Sarbanes-Oxley Act, pojmenovaného po autorech P. Sarbanesovi a G. Oxleyovi, z roku 2002, celým názvem *An Act To protect investors by improving the accuracy and reliability of corporate disclosures made pursuant to the securities laws, and for other purposes* (Zákon na ochranu investorů zlepšením přesnosti a spolehlivosti obchodních informací zveřejňovaných podle právních předpisů o cenných papírech a pro jiné účely).

⁴⁴Stanovisko České národní banky ke konzultačnímu materiálu Evropské komise „Zelená kniha – Politika v oblasti auditu: Poučení z krize“, s. 2, [online]. [cit. 2019-02-12]. Dostupný z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/legislativni_zakladna/ostatni/stanovisko_CNB_k_zelene_knize_politika_auditu.pdf

⁴⁵Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2006/43/ES ze dne 17. května 2006 o povinném auditu ročních a konsolidovaných účetních závěrek, o změně směrnic Rady 78/660/EHS a 83/349/EHS a o zrušení směrnice Rady 84/253/EHS, in: Úřední věstník, L 157, 9.6.2006, p. 87–107, [online]. [cit. 2019-02-12]. Dostupný z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/ALL/?uri=CELEX%3A32006L0043>

⁴⁶Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES ze dne 21. dubna 2004 o trzích finančních nástrojů, o změně směrnice Rady 85/611/EHS a 93/6/EHS a směrnice Evropského parlamentu a Rady 2000/12/ES a o zrušení směrnice Rady 93/22/EHS, in: Úřední věstník, L 145, 30.4.2004, p. 1–44, [online]. [cit. 2019-03-05]. Dostupný z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/ALL/?uri=celex%3A32004L0039>

2.6.1 Sarbanes-Oxley Act

Zákon Sarbanes-Oxley se skládá z 11 částí, a i když se jedná o americký zákon, lze vidět jeho vliv i přeshraničně. Tímto zákonem se neřídí pouze americké firmy, ale i společnosti, které chtějí obchodovat na amerických kapitálových trzích. Zákonem byla zároveň navrácena důvěra investorů v trh s cennými papíry, která byla skandály jako Enron nebo WorldCom značně oslabena.

Za prvé se zákon zaměřuje na regulaci účetnictví a auditu. Hned v 1. oddíle zakládá tzv. Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB), aby dohlížel nad auditem veřejně obchodovaných společností. Auditorské společnosti se musí registrovat u PCAOB, poskytovat informace o klientech a na vyžádání poskytnout další dokumenty. Zároveň zákon zakazuje poskytovat poradenské i auditorské služby stejnému zákazníkovi a přikazuje rotaci hlavních auditorských firem, tedy primárně zodpovědných za audit, jednou za 5 let. Cílem takových ustanovení je zamezit možnému střetu zájmů, který by mohl vyústit v celkové selhání jako v případě Enronu.⁴⁷

Za druhé se zákon týká regulace vedení a odpovědnosti společnosti. Vrcholný management má povinnost podepisovat daňová přiznání a nese odpovědnost za přesnost čtvrtletních a výročních finančních zpráv. Pokud se ředitelem podepsaná zpráva neshoduje s vyžadovanými náležitostmi, může být odsouzen k trestu odnětí svobody. Dále zákon zavádí nové zákazy pro poskytování korporátních půjček výkonným manažerům společnosti a vytváří nové tresty týkající se pozměňování, ničení a podvodné manipulace s důležitými finančními dokumenty společnosti, které jsou potřebné pro vyšetřování. Pro společnosti obchodované na burze cenných papírů je zákonem uložena povinnost mít nezávislý výbor pro audit, který bude mít na starosti najímání, odměňování i dohled nad prací externí účetnické společnosti zpracovávající audit.⁴⁸ Zákon adresuje i další části, jako například povinnost rozšířit finanční výkazy, reguluje střet zájmů finančních analytiků, mění pravidla a pravomoci Komise pro cenné papíry, nebo zavádí systém různých studií a zpráv.

2.6.2 Vliv na corporate governance

Můžeme říci, že Sarbanes-Oxley Act významně pozměnil podobu i smýšlení o corporate governance a ustálil jeho zásady a obsah z doby před finanční krizí. Co se týče corporate governance, posílil významně roli těch, kteří dříve stáli mimo hranice korporátní sféry, tedy auditorů, finančních

⁴⁷SUCHAN, Stefan W., *Post-Enron: U.S. and German Corporate Governance*, in: Cornell Law School Graduate Student Papers, Paper 4, 2004, [online]. [cit. 2019-02-10]. Dostupný z: https://scholarship.law.cornell.edu/lps_papers/4

⁴⁸USA, The Sarbanes-Oxley Act, [online]. [cit. 2019-02-10]. Dostupný z: <http://www.sox-online.com/the-sarbanes-oxley-act-full-text/>

analytiků či právníků, a výrazně posílil právní status a povinnosti výkonných ředitelů.⁴⁹ Nejdůležitější záležitosti, které zákon řeší v souvislosti se správou a řízením společnosti, jsou tedy následující: Povinnost vrcholného managementu - CEO nebo CFO - podepisovat čtvrtletní a výroční finanční výkazy, čímž stvrzují a odpovídají za to, že ve výkazu není žádné nepravdivé nebo zavádějící vyjádření týkající se relevantních informací, že finanční zpráva, resp. výkaz obsahuje přesnou finanční situaci společnosti tak, aby ji státní orgány i veřejnost mohly zhodnotit. Zároveň je zakotvena povinnost vedení společnosti sdělovat auditorům i správní radě veškeré návrhy a provozování vnitřní kontroly vztahující se k finančním výkazům, stejně jako je i notifikovat o výraznějších změnách procesu vnitřní kontroly.⁵⁰

Dalším palčivým problémem bylo zvýšení odpovědnosti manažerů zpřísněním trestů a přidáním nových trestných činů, a též korporátní půjčky. Ty se dostaly do popředí diskuze poté, co vedení společností jako Enron, WorldCom a dalších získalo ohromné částky jako korporátní půjčky, které byly často bezúrokové. Existují ovšem i protichůdné názory, které zastávají stanovisko, že půjčky sloužily současně i ke zvýšení manažerského vlastnictví, sladěním zájmů managementu a akcionářů.⁵¹

Za zmínku stojí také další ustanovení zákona, konkrétně oddíl 306, týkající se insider tradingu, tedy v tomto oddíle obchodování s cennými papíry společnosti mezi ní a managementem. Zákon zde zakazuje manažerům a jiným výkonným ředitelům přímo nebo nepřímo kupovat, získávat nebo prodávat akciové cenné papíry během tzv. „blackout period“, definované v zákoně jako doba delší než 3 po sobě jdoucí dny, v níž je více než 50 % všech akcionářů společnosti znemožněna koupě či prodej akciových cenných papírů společnosti. V zákoně je v oddíle 806 dále zajímavá ochrana zaměstnanců, kteří upozorňují na nezákonné, neetické či nelegitimní činnosti a praktiky, nejčastěji ze strany vedení, tzv. whistleblowerů, Zákon poskytuje ochranu takovým zaměstnancům, kterým by bylo vyhrožováno, kteří by byli obtěžováni, suspendováni nebo jakkoliv diskriminováni pro poskytnutí informací ohledně jednání, která se zakládají na porušení zákona, nebo ohledně podvodných jednání vůči akcionářům.

⁴⁹MITCHELL, Lawrence E., *The Sarbanes-Oxley Act and the Reinvention of Corporate Governance*, in: Villanova Law Review, svazek 48, 4. vydání, s. 1189-1190, [online]. [cit. 2019-02-11]. Dostupný z: <https://digitalcommons.law.villanova.edu/vlr/vol48/iss4/8>

⁵⁰WELCH, Megan Carol, *Sarbanes-Oxley Act of 2002 and Its Impact on Corporate America*, University of Tennessee Honors Thesis Projects, 2006, s. 5-7, [online]. [cit. 2019-02-11]. Dostupný z: https://trace.tennessee.edu/utk_chanhonoproj/1025

⁵¹ROMANO, Roberta, *The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance*, New York University Law and Economics Working Papers. 3, 2004, s. 91-92, [online]. [cit. 2019-02-11]. Dostupný z: https://lsr.nellco.org/nyu_lewp/3

2.7 Reakce Spojeného království

Spojené království na tom bylo trochu jinak než Spojené státy, které šly cestou zákona; britská vláda pověřila předsedu britské banky Alliance & Leicester, Dereka Higgse, aby přezkoumal roli finančních výkazů a neexekutivních ředitelů. Výsledkem byla Higgsova zpráva⁵² z roku 2003, vyzdvihující tradiční roli anglického pojetí corporate governance, a sice pravidla „dodržuj, nebo vysvětlí“, namísto zavedení tvrdého zákona.

2.7.1 Higgsova zpráva

Higgs měl jinou výchozí pozici než zákonodárci v Americe. Ve Spojeném království už corporate governance prošlo určitým vývojem, viz např. výše zmíněná Cadburyho a Greenburyho zpráva, Hampelova komise a Combined Code, které upravovaly pravidla, podle kterých společnost měla být řízena a spravována. Higgsova zpráva pak hlouběji pojednává o úloze nezávislých neexekutivních ředitelů ve společnosti jako o jednom z možných řešení problému pána a správce, tedy nebezpečí, že manažer bude jednat ve svůj prospěch, a nikoliv ve prospěch společnosti.

Higgs říká, že polovina správní rady by měla být složena z nezávislých neexekutivních ředitelů, a klade důraz na nezávislost těchto ředitelů. Nezávislým ředitelem není, pokud byl zaměstnancem společnosti během minulých 5 let, měl obchodní vztah se společností během minulých 3 let, dostává odměnu jinou než odměnu jako neexekutivní ředitel, má rodinné vazby na společnost nebo na jiné ředitele, je významným akcionářem nebo pokud byl součástí správní rady po více jak 10 let. Dále by například měl mít dostatečnou expertízu a znalosti, být poctivý a mít vysoké morální standardy.

Role samotných neexekutivních ředitelů by měla obsahovat tyto čtyři zásadní elementy:

Strategie: konstruktivně namítat a přispívat k rozvoji společnosti

Výkon: pečlivě kontrolovat a dohlížet nad výkonem managementu, co se týče vytyčených cílů

Risk: ubezpečit se, že finanční výkazy jsou přesné a odpovídající a že finanční kontrola a systém řízení rizik je schopný a dostatečný

Lidé: mít odpovědnost za nastavení vhodné úrovně odměňování výkonných ředitelů a mít hlavní roli při jmenování, odměňování a odvolávání managementu

Velké společnosti nebyly zprávě příliš příznivě nakloněné, neboť to pro ně znamenalo najmutí až 1000 neexekutivních ředitelů, což bylo těžké splnit.⁵³ Na druhou stranu měla Higgsova zpráva

⁵²HIGGS, Derek, *Review of the role and effectiveness of non-executive directors*, 2003, [online]. [cit. 2019-02-11].

Dostupný z: <https://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20121106105616/http://www.bis.gov.uk/files/file23012.pdf>

⁵³PEARCE, Caroline, *An Overview Of The Higgs Report On The Role And Effectiveness Of Non-Executive Directors*, Barlow Lyde & Gilbert LLP, 2003, [online]. [cit. 2019-02-12]. Dostupný z:

významný dopad na správu a řízení společností, a pokud by Higgsova doporučení pro nezávislost neexecutivních ředitelů byla řádně implementována, stala by se zásadní charakteristikou systému corporate governance.⁵⁴

2.7.2 Zrevidovaný Combined Code

Revize Combined Code na sebe nenechala dlouho čekat a již na konci roku 2003 byl na světě nově zrevidovaný britský kodex corporate governance, který vesměs přijal Higgsova doporučení. Obecně lze říci, že zrevidovaný kodex především posunul moc od správní rady a výborů k neexecutivním ředitelům. Klíčové ustanovení kodexu upravuje oddělení CEO a předsedy správní rady, který měl splňovat požadavek nezávislosti, popsany výše. Pokud by se společnost rozhodla pro sloučení funkcí, měla by to správní rada projednat s většinovými akcionáři. Polovina správní rady má být sestavena z neexecutivních ředitelů a výbor pro jmenování má být složen většinově z takových ředitelů. Výbor pro odměňování a pro audit má být tříčlenný a všichni jeho členové mají být neexecutivními řediteli.⁵⁵

2.8 Česká republika

V návaznosti na Principy OECD 2004 a Akční plán EU byl Komisí pro cenné papíry pod vedením bývalého ministra Tomáše Ježka (1940–2017) vytvořen i český Kodex správy a řízení společností. Jedná se o aktualizovanou verzi kodexu z roku 2001, která vychází převážně z Principů a Akčního plánu EU. Hlavními principy tohoto Kodexu jsou odpovědnost a nezávislost představenstva a dozorčí rady, transparentnost a účinná kontrola ze strany zainteresovaných stran. Stejně jako anglický Combined Code je i český kodex založen na principu „dodržuj nebo vysvětli“, nejedná se tedy o závazný kodex, ale o doporučení především pro společnosti kótované na regulovaném trhu; najdeme zde ale i doporučení pro jiné subjekty jako ratingové agentury, auditory, obchodníky s cennými papíry nebo institucionální investory. Slouží též jako motivační faktor, neboť po vstupu ČR do EU jsou společnosti tlačeny konkurenčním prostředím k přijetí Kodexu. Kodex se dělí do 6 částí, stejně jako Principy, a každá část má k sobě i komentář vysvětlující danou problematiku. (I. Zajištění základny pro efektivní rámec správy, II. Práva akcionářů a klíčové

<http://www.mondaq.com/uk/x/20293/Audit/An+Overview+Of+The+Higgs+Report+On+The+Role+And+Effectiveness+Of+NonExecutive+Directors>

⁵⁴Higgs Reforms Implication Over Non Executive Directors, Law Teacher, 2018, [online]. [cit. 2019-02-12]. Dostupný z: <https://www.lawteacher.net/free-law-essays/business-law/higgs-reforms-implication-over-non-executive-directors-business-law-essay.php#ftn13>

⁵⁵PASS, Christopher, *The revised Combined Code and corporate governance: An empirical survey of 50 large UK companies*, in: Managerial Law, 2006, s. 4, [online]. [cit. 2019-02-12]. Dostupný z: https://www.researchgate.net/publication/235310576_The_revised_Combined_Code_and_corporate_governance_An_empirical_survey_of_50_large_UK_companies

vlastnické funkce, III. Spravedlivé zacházení s akcionáři, IV. Úloha zainteresovaných stran ve správě a řízení společností, V. Uveřejňování a průhlednost, VI. Odpovědnost představenstva a dozorčí rady). Dále obsahuje 4 přílohy (především Průvodce nejlepší praxí pro představenstva v České republice a Vzor Etického kodexu podnikání).

Co se týče transpozice směrnice 2006/43/ES, ta je provedena zákonem o auditorech.⁵⁶ Výbor pro audit podle § 44a zákona o auditorech zejména: *a) sleduje účinnost vnitřní kontroly, systému řízení rizik, b) sleduje účinnost vnitřního auditu a jeho funkční nezávislost c) sleduje postup sestavování účetní závěrky a konsolidované účetní závěrky a předkládá řídicímu nebo kontrolnímu orgánu doporučení k zajištění integrity systémů účetnictví a finančního výkaznictví, d) doporučuje auditora kontrolnímu orgánu e) posuzuje nezávislost statutárního auditora a auditorské společnosti a poskytování neauditorských služeb.* Dále je zde požadavek, aby alespoň 1 člen výboru pro audit byl buď členem statutárního orgánu nebo jím byl v minulosti, nebo osobou s dostatečnými znalostmi a zkušenostmi v odvětví, ve kterém působí subjekt veřejného zájmu.

⁵⁶Zákon č. 93/2009 Sb., o auditorech a o změně některých zákonů (zákon o auditorech)

3. FINANČNÍ KRIZE V LETECH 2007 – 2009

3.1 Úvod

Globální finanční krize, která má původ ve Spojených státech amerických, je považována za největší krizi od krize z 30. let minulého století. Neviditelná ruka trhu spolu se soft law doporučeními nebyly dostačující pro její zabránění a dopady krize zasáhly celý svět. V souvislosti s touto krizí se mluví též o selhání corporate governance, neboť management nebyl s to předejít krizi. Krize ukázala nedostatky správy a řízení společností. Měla dalekosáhlý dopad na světovou ekonomiku i na běžné občany. Podle mezinárodní organizace práce se počet nezaměstnaných zvedl o 20 až 50 milionů lidí, což mělo neblahý vliv i na rodiny.⁵⁷ V USA tato krize byla řešena kvantitativním uvolňováním od roku 2008 do března 2010,⁵⁸ což zvýšilo státní dluh o 8 %, ale relativně účinně tak bylo možné se s krizí vypořádat. Evropa reagovala podobně jako USA, ale v Evropě se z finanční krize stala později krize dluhová, kvůli vysokým veřejným dluhům v některých zemích eurozóny a krizi likvidity, a trvala ještě několik let po krizi v USA.⁵⁹

3.2 Pozadí a průběh krize

Pozadí finanční krize lze vystopovat až do počátku tisíciletí, kdy investoři, kteří hledali nástroje, do kterých by vložili své peníze, skupovali dluhopisy z US Federal Reserve (FED). Po prasknutí tzv. Dot-com bubliny⁶⁰ snížil předseda FED úrokovou míru na pouhé 1 %, což zapříčinilo, že investoři začali hledat jinde, kam by uložili svoje peníze, aby došlo k jejich zhodnocení. Toto období „levných peněz“ končí v roce 2004, kdy se začala zvyšovat úroková míra, a do roku 2006 se hodnota vyšplhala na 5,25 %.⁶¹ Na druhou stranu způsobila nízká úroková míra velkou poptávku po penězích, které šlo získat s pouhým 1 % úrokem. Protože cena nemovitostí na trhu stále a dlouhodobě rostla, našel Wall Street způsob, jak propojit investory s vlastníky nemovitostí - skrze hypotéky. Investiční bankéři začali od poskytovatelů hypoték odkupovat hypoteční cenné papíry, takže investiční banka dostávala každý měsíc splátky od rodin, které byly hypotékou vázány. Z těchto

⁵⁷GÚRRÍA, Angel, *Responses to the economic and financial crisis and the road to recovery*, 2009, [online]. [cit. 2019-02-15]. Dostupný z:

<http://www.oecd.org/countries/peru/responsestotheeconomicandfinancialcrisisandtheroadtorecovery.htm>

⁵⁸Analytický tým České spořitelny, *ČS o kvantitativním uvolňování: Tisknout je snadné*, in: Ekonomický deník, 2016, [online]. [cit. 2019-02-02]. Dostupný z: <http://ekonomicky-denik.cz/cs-o-quantitativnim-uvolnovani-tisknout-je-snadne/>

⁵⁹Sdělení Komise Evropskému parlamentu, Radě, Evropskému hospodářskému a sociálnímu výboru a Výboru regionů, *Zpráva o politice hospodářské soutěže za rok 2011, /* COM/2012/0253 final */*, [online]. [cit. 2019-04-07]. Dostupný z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/?uri=CELEX:52012DC0253>

⁶⁰COLOMBO, Jesse, *The Dot-com Bubble*, 2012, [online]. [cit. 2019-02-02]. Dostupný z: <http://www.thebubblebubble.com/dot-com-bubble/>

⁶¹Board of Governors of the Federal Reserve System, *Policy Tools*, 2018, [online]. [cit. 2019-02-02]. Dostupný z <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/openmarket.htm>

hypoték subjekty na Wall Street vytvořily zajištěné dluhové obligace (CDO), tedy takové dluhopisy, které byly kryty nemovitostmi. CDO byly pak dále rozděleny na tři složky (tranše) – bezpečnou, středně bezpečnou a riskantní. První tranše, bezpečná, byla taková, kam putovaly splátky z hypotečních úvěrů nejdříve, a která navíc byla bankami pojištěná (credit default swap). Jakmile se bezpečná tranše splatila, přelily se finanční prostředky do středně bezpečné tranše a poté do rizikové. Bezpečné byly úročeny nejmenším úrokem, ale pro jejich bezpečnost jim ratingové agentury přidělily hodnocení AAA, tedy nejspolehlivější. Investiční banky proto mohly prodat bezpečné tranše těm investorům, kteří chtěli bezpečné tranše, což pro ně stále bylo výhodnější než dluhopisy FED s úrokem pouze 1 %. Středně bezpečné tranše byly prodány ostatním investorům a rizikovým hedgeovým fondům.

Poptávka po těchto dluhopisech byla stále větší než nabídka, a proto poptávaly investiční banky další hypoteční cenné papíry, i když zájemci, kteří chtěli hypotéku, ji již měli. Zlomový bod nastal, když zprostředkovatelé hypoték začali nabízet více rizikové hypotéky, tzv. subprimové, nestandardní hypotéky. Po zájemcích o hypotéku se přestalo vyžadovat potvrzení o příjmech, základní splátka či další dokumentace. A jak již bylo řečeno, cena nemovitostí stále rostla, tedy riziko z takovýchto subprimových hypoték bylo kryto samotnou hypotékou, jejíž cena dlouhodobě neklesala. Proto byly hypotéky nabízeny prakticky komukoliv, kdo o ně měl zájem. Banky i investoři dále bohatli na obchodování s hypotečními cennými papíry a více lidí získalo snadno hypotéku. Problém nastal, když majitelé subprimových hypoték přestali splácet. Když přestane vlastník splácet, nic se nestane, banka získá nemovitost, a tedy peníze z ní. Navíc se to stávalo zřídkakdy, neboť banky vždy dobře věděly, s kým jednají, než zájemci hypotéku poskytly. Když ale stále víc a víc nezodpovědných dlužníků přestalo splácet, situace se obrátila. Rázem se na trhu objevila větší nabídka nemovitostí, než byla poptávka, ceny nemovitostí tedy zákonitě začaly klesat. To způsobilo další problém. Když zodpovědní majitelé hypotečních nemovitostí viděli, že cena jejich nemovitosti klesá, neměli dále zájem splácet velké sumy za nemovitost, která měla ve skutečnosti nižší cenu. Proto přestali mnozí splácet a tím velkou měrou přispěli k finanční krizi. Investoři přestali kupovat CDO, banky tedy neměly z čeho splácet dluhy, které si vytvořily, aby mohly nakoupit více hypotečních cenných papírů, a stávající hypoteční nemovitosti nikdo nechtěl, realitní makléři byli bez práce, banky začaly krachovat.⁶² Bankroty velkých společností jako Lehman Brothers v září 2008, odkoupení banky Bear Stearns společností J. P. Morgan Chase v březnu 2008, a další hnuly s trhem a způsobily finanční krizi, kterou svět od 30. let minulého století neviděl.

⁶²JARVIS, Jonathan, LEVOFF John, *Crisis of credit Visualized*, Art Center College of Design, [online]. [cit. 22019-02-02]. Dostupný z: <http://www.crisisofcredit.com/>

3.3 Příčiny vzniku finanční krize

Příčin vzniku krize je několik. Jejich relevance může být předmětem polemiky, ale uvedme si ty nejdůležitější, na kterých se shoduje většina názorů. Za prvé se jedná o nedostatečnou regulaci finančních institucí a rating těchto institucí, neboť se nepodařilo zabránit nebo efektivně reagovat na vypuklou krizi. Dále se jedná o nadbytek likvidity, kterou se jejich majitelé snažili někde uplatnit, aby jim přinášela zisk, a o vytvoření investiční bubliny na realitním trhu. Dále, jak jsem uvedl, to bylo selhání corporate governance. Management se příliš upínal ke krátkodobým ziskům, a nikoliv k dlouhodobému zájmu společnosti a akcionářů. Mezi další menší, leč nezanedbatelné příčiny můžeme zařadit problém, kdy mnohé společnosti spoléhaly na své silné postavení v hospodářství, ve kterém by jejich pád ohrozil celé hospodářství, a které si tedy mohly počínat rizikověji, protože si byly vědomy toho, že je stát v případě problémů podrží („too big to fail“), dále pak špatnou regulaci dalších institucí jako například hedgeových fondů nebo prvotních prodejců hypoték.⁶³

3.3.1 Nadbytek likvidity

Jednu z hlavních příčin krize lze spatřovat v nadbytku likvidity, tedy ve vysoké nabídce peněžních prostředků v USA, ale i třeba v Japonsku a v dalších zemích, či v podhodnoceném směnném kurzu Číny. Kvůli snadnému získání peněžních prostředků se jejich majitelé snažili najít uplatnění na trhu, tj. investiční příležitosti. To zároveň zapříčinilo enormní zadluženost; v období 1997–2005 vzrostl podíl zadluženosti finančních společností na HDP z 66 % na 100 % a podle Wall Street Journal si korporace půjčovaly peníze nejrychleji za posledních několik let.⁶⁴ Kvůli velkému nasycení investicemi začala být reálná hodnota aktiv odlišná od jejich momentální ceny a vznikla tak finanční bublina, která převažovala na trhu s realitami.⁶⁵

3.3.2 Selhání ratingu a regulace

K dobrému uplatnění sekuritizovaných hypotečních cenných papírů na trhu bylo třeba, aby tento produkt měl dobrý rating. Selhání ratingových agentur spočívalo především v tom, že agentury často soutěžily o zakázky bank, a byly proto náchylnější k tomu, aby bankám vyšly vstříc, než aby objektivně hodnotily, a dále v tom, že se nezabývaly možností vzniku finančních bublin. Dalším bodem, který mohl iniciovat krizi, bylo zrušení zákona, jenž zakazoval spojení komerčního a

⁶³Kolektiv autorů, *Ekonomie regulace: Lekce z globální finanční krize*, nakladatelství Vladimír Lelek, 2010, ISBN: 978-80-904837-0-5, s. 9-10.

⁶⁴FOSTER, John Bellamy, MAGDOFF, Fred, 2009, *Velká finanční krize: Příčiny a následky*, Grimmus, 2009, ISBN 978-80-902831-1-4, s. 47.

⁶⁵Ekonomie regulace: Lekce z globální finanční krize, s. 11.

investičního bankovníctví.⁶⁶ Tato deregulace posílila sklon komerčních bank k obchodování s cennými papíry, a proto i se sekuritizovanými hypotečními cennými papíry, a vytvářela tedy vyšší poptávku po daném produktu. Nedostatečná regulace se projevovala i na místě jiných institucí než bank, a sice fondů. Primárně hedgeové fondy přispěly k finančním spekulacím díky jejich obchodování nakrátko.⁶⁷

3.3.3 Selhání corporate governance

Jedním z podstatných atributů finanční krize bylo selhání corporate governance. To nedokázalo zabránit ani předejít krizi, a to z několika důvodů. Za prvé byl management hnán především krátkodobým ziskem. Řídící osoby proto tíhly spíše k podstupování vyšších rizik, neboť byly odměňovány za výkon hospodářského roku společnosti. Systém odměňování nebyl přizpůsoben dlouhodobým cílům společnosti. Ačkoliv Principy corporate governance doporučovaly sladit odměňování řídicích osob s dlouhodobými zájmy společnosti a jejich akcionářů⁶⁸, měla jejich implementace slabá místa. I když během krize zisky společností rychle klesaly, zůstávaly odměny managementu přesto dost vysoké. Několik kodexů poukazovalo na fakt, že by řídicí management měl mít určitý podíl na společnosti, aby jejich zájem byl stejný jako zájmy ostatních akcionářů. Bohužel zavedlo takovou politiku pouze pár evropských bank. Kvůli tomu nesly ztráty banky a jejich akcionáři, nikoliv zaměstnanci.

Za druhé se jednalo o správné řízení rizika. Management často neměl dostatečné informace. To má spojitost i s faktem, že se výbory zabývající se rizikem nescházely tak často. V případě Lehman Brother to bylo dvakrát ročně a Bear Stearns zavedl takový výbor teprve krátce před tím, než společnost padla. Několik společností sice vytvořilo ředitele pro řízení rizika jako člena správních rad, ale takové složení boardu záleželo na velikosti a komplexnosti společnosti. Mnohdy však CEO a ředitel pro řízení rizika měli velký vliv na rozhodování výboru pro řízení rizik. Některé společnosti takový výbor neměly vůbec a agenda byla v kompetenci výboru pro audit, kde byla pro přílišné vytížení snižována efektivita výboru.

Dalším potenciálním problémem správy a řízení společností byl nedostatek odbornosti ve finančnictví a bankovníctví. Ze studie pánů Guerreryho a Thal-Larsena vyplývá, že dvě třetiny ředitelů z 8 velkých amerických finančních institucí neměly žádnou významnou zkušenost z bankovníctví.⁶⁹ Co víc, mnozí z nich byli ve vrcholných pozicích výborů zabývajících se auditem a

⁶⁶US, Banking Act (Glass-Steagall Act), 1933, [online]. [cit. 2019-03-06]. Dostupný z: <https://archive.org/details/FullTextTheGlass-steagallActA.k.a.TheBankingActOf1933>

⁶⁷Ekonomie regulace: Lekce z globální finanční krize, s. 12-13.

⁶⁸Principy OECD 2004, Principle VI.D.4.

⁶⁹GUERRERA, Francesco and THAL-LARSEN, Peter, *Gone by the Board: why the directors of big banks failed to spot credit risks*, Financial Times, 2008, [online]. [cit. 2019-02-02]. Dostupný z: <https://www.ft.com/content/6e66fe18-42e8-11dd-81d0-0000779fd2ac>

řízením rizik, ale zároveň nezaznamenaly banky žádný problém se získáváním vysoce odborných expertů.⁷⁰

Také je třeba zmínit fakt, že obchodování s rizikovými cennými papíry vykonávalo mnoho subjektů trhu, které měly z této činnosti vysoké zisky, a proto bylo vytvářeno konkurenční prostředí a vyvíjen tlak na ostatní subjekty. To byl jeden z důvodů, proč vedení těžko zdůvodňovalo akcionářům rizikovost takových obchodů.⁷¹

⁷⁰KIRKPATRICK, Grant, *The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis*, Financial Market Trends, OECD 2009, ISSN: 1995-2864, [online]. [cit. 2019-02-02]. Dostupný z: <https://www.oecd.org/finance/financial-markets/42229620.pdf>

⁷¹Ekonomie regulace: Lekce z globální finanční krize, s. 14.

4. VLIV KRIZE NA CORPORATE GOVERNANCE DLE OECD

Finanční krize nám ukázala, že ani zákony, doporučení ani jiná ustanovení přijatá po účetních skandálech nebyla s to zabránit finanční krizi, která tak poukázala na kritické nedostatky správy a řízení společností. OECD představuje styčný bod USA, UK i ČR, neboť všechny tři země jsou i jejími členy, a proto považují tuto organizaci a její reakce za velice důležité.

4.1 Reakce OECD

V roce 2008 zahájila OECD akční plán, kterým chtěla vytvořit soubor doporučení pro zlepšení klíčových oblastí corporate governance, zejména odměňování a risk managementu, dále pak praktik užívaných boardem a výkonu práv akcionářů. Tato doporučení dále určují, jak by mohla být vylepšena implementace již dohodnutých standardů.⁷²

Z plánu se zrodily 3 dokumenty:

- „Lekce corporate governance z finanční krize“
- „Corporate governance a finanční krize: klíčové poznatky a hlavní myšlenky“⁷³
- „Závěry a vznikající dobré praktiky pro posílení implementace Principů“⁷⁴

4.1.1 Odměňování

Odměňování hrálo jednu z nejdůležitějších rolí při finanční krizi. Odměna CEO často nekorespondovala s výkonem společnosti. Podle jedné studie⁷⁵ se medián odměny CEO v rámci S&P 500 (tedy 500 největších společností obchodovaných ve Spojených státech) pohyboval v roce 2007 okolo 8,4 milionu dolarů a nezmenšoval se, ani když ekonomika oslabovala. V roce 2004 napsal Warren Buffet v dopise akcionářům společnosti Berkshire Hathaway Inc: „*Při posuzování, zda korporátní Amerika myslí svou reformaci vážně, zůstávají odměny CEO tou nejtěžší zkouškou. Dosavadní výsledky nejsou povzbudivé.*“⁷⁶ Poměr mezi odměnou CEO a odměnou průměrného

⁷²OECD, *Corporate governance and the financial crisis*, [online]. [cit. 2019-02-15]. Dostupný z:

<http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/corporategovernanceandthefinancialcrisis.htm>

⁷³OECD Steering Group, *Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages*, 2009, [online]. [cit. 2019-02-16]. Dostupný z: <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/43056196.pdf>

⁷⁴OECD Steering Group, *Corporate Governance and the Financial Crisis: Conclusions and emerging good practices to enhance implementation of the Principles*, 2010, [online]. [cit. 2019-02-16]. Dostupný z: <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/44679170.pdf>

⁷⁵GREELY, Mary-Laura, GREENE, Pamela, *"Say on pay" has its day?*, Associated Press, 2008, [online]. [cit. 2019-02-15]. Dostupný z: http://www.shareholderforum.com/sop/Library/20080919_Deal.htm

⁷⁶BUFFETT, Warren E., *Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc.*, in 2003 annual report of Berkshire Hathaway Inc., 2004, s. 7, [online]. [cit. 2019-02-15]. Dostupný z: <http://www.berkshirehathaway.com/2003ar/2003ar.pdf>

pracovníka měl od začátku devadesátých let rapidně zvětšující se tendenci. Problém s příliš vysokým odměňováním vrcholného managementu nebyl však pouze americkým problémem, mnoho dalších zemí jako Austrálie, Švédsko, Německo, Švýcarsko nebo Francie se též potýkalo s přílišným zvyšováním odměn vrcholného managementu.

Odměňování se řídilo principem „odměňování za výkon“, ale mnohdy byla špatně nastavena kritéria pro výkon a vrcholný management dostával odměny za výkon, jenž plně nesouvisel s výkonem vrcholného managementu a kterému jako měřítko sloužila cena akcií společnosti místo toho, aby se hodnotilo celkové postavení společnosti na trhu. Ostatně sladění systému odměn managementu s dlouhodobými cíli společnosti a jejich akcionářů je v Principech OECD 2004 zakotveno v principu VI.D.4.

Jak v Americe, tak v Evropě mělo vedení, především v bankách, velký podíl na spravující společnosti, což v sobě implicitně obsahuje presumpci, že se vyhne přehnanému riskování. Nicméně např. v případě Bear Stearns si vrcholný management vydělal v roce 2006 na krátkodobých bonusech v průměru 28 milionů dolarů, což mu pokrylo případné ztráty z jeho podílu. Kvůli tomu se manažeři nebáli jít do riskantních strategií, neboť jejich odměny kompenzovaly jejich případnou ztrátu z takové strategie.

Z těchto důvodů klade OECD velký důraz také na transparentnost. V principu V.A.4 zdůrazňuje, že zveřejňovat by se měl i systém odměňování vedení a klíčových manažerů. S tím by samozřejmě měla korespondovat patřičná kontrola akcionářů, jak to stojí v Principech OECD 2004 v principu II.C.3:⁷⁷ „*Kapitálová složka systémů odměňování pro členy správních orgánů a zaměstnance by měla podléhat schválení akcionářů.*“ Bohužel, jakmile bylo ponecháno zveřejňování systému odměn na bázi dobrovolnosti, bylo často ignorováno. Např. v Německu proto musela vláda přikázat zveřejňování těchto informací, leda kdyby s tím 75 % akcionářů nesouhlasilo. Ve Spojeném království nebo v Austrálii zvolili pro implementaci principu II.C.3 cestu, kdy je pro veřejně obchodovatelné společnosti vyžadován nezávazný souhlas akcionářů s odměňováním managementu během schůze výroční valné hromady.

Co se týče odměňování, tak OECD poukázalo na tyto záležitosti:

- V mnoha případech bylo spojení mezi odměnami vedení a výkonem společnosti velice slabé. Společnosti často používaly ceny akcií jako jediné měřítko namísto výkonu jednotlivých společností.
- Management měl často příliš velký vliv na systém odměňování za výkon a často nebyl nastaven dle běžných tržních podmínek.

⁷⁷V Principech OECD z roku 2016 je to v části II.C.4.

- Pro docílení odměňování na základě dlouhodobých cílů je třeba nastavit systém tak, aby odměny byly provedeny až po splnění tohoto dlouhodobého cíle. Důležité je tedy zhodnocení výsledku ex-post.
- Transparentnost by měla být zlepšena i nad rámec zveřejňování. Společnosti by měly být schopny vysvětlit hlavní zásady jejich systému odměňování ve stručné a netechnické rovině. To by mělo zahrnovat i informaci, jak je odměňování přizpůsobeno případným souvisejícím rizikům.
- Měla by být přijata opatření, která stanoví jasně oddělené role těch, ke komu odměny směřují. Za účelem zvýšení povědomí by systémy odměňování měly být dávány ke schválení akcionářům během výroční valné hromady.

4.1.2 Risk management

Jednou z hlavních příčin vzniku krize je, jak bylo zmíněno výše, selhání risk managementu. Risk managementem, neboli řízením rizik, se rozumí „*systematický a koordinovaný způsob práce s rizikem a nejistotou uplatňovaný v rámci celé firmy a zahrnující všechny druhy rizik*“, kde riziko je „*nebezpečí podnikatelského neúspěchu spojené zároveň s nadějí na dosažení zvláště dobrých hospodářských výsledků*“.⁷⁸ Naneštěstí byli v mnoha případech lidé odpovědní za řízení rizik odděleni od managementu a vnímání spíše jako překážka než jako esenciální součást obchodní strategie společnosti. A co více, ve spoustě případů management ignoroval možná rizika, která společnosti hrozila.

Zvláštní pozornost by měla být věnována i společnostem v bankovním sektoru, které jsou více než ostatní společnosti závislé na likviditě svých aktiv. Finanční krize odhalila nedostatek v řízení rizik, když spoléhala na zpeněžitelnost svých cenných papírů, což, když se o to pokusily všechny podobné subjekty, vedlo k selhání trhu.

OECD řešilo obecně problematiku risk managementu ve svých Principech OECD 2004. V principu VI.D.1 doporučuje, aby vedení plnilo: „*klíčové funkce zahrnují přezkoumávání a formulace strategie společnosti, strategie a postupy pro řízení rizik*“ ve spojení s principem VI.D.7, který dále definuje klíčové funkce jako „*zajištění integrity účetnictví a finančních výkazů společnosti, včetně nezávislého, auditu, a existence odpovídajících kontrolních systémů, zejména systémů pro řízení rizik*“. Důležitým problémem týkajícím se řízení rizik jsou, jak poukazuje OECD, skutečnosti, že řízení rizik nebylo spojeno se strategií společnosti a bylo nedostatečně definováno, že nebyly promyšleny kroky

⁷⁸VEBER, Jaromír a kolektiv, *Management, Základy moderní manažerské přístupy výkonnost a prosperita*, 2. aktualizované vydání, Management Press, 2009, ISBN 978-80-7261-200-0, s. 598.

pro vyřešení případných rizik nebo že byl kladen malý důraz na subjekty, které společnost sice neřídí, ale kterých se riziko přesto týká.

Ohledně Risk managementu vyzdvihlo OECD tyto záležitosti:

- Efektivní risk management je základním prvkem správné správy a řízení společnosti. Je nedílnou součástí dobré obchodní strategie pro vyvarování se ztrát. Nicméně je poukazováno na fakt, že byl důraz kladen na finanční rizika, vnitřní kontrolu týkající se finančního vykazování, a to skrze výbor pro audit, a taková orientace se ukázala jako příliš ex-post. Lepší by tedy pro společnost bylo spojit obchodní strategii společnosti s risk managementem a být tak více orientovanou do budoucnosti.
- Krize ukázala, že řízení rizik je třeba vztáhnout na celou společnost a neomezovat ho pouze na specifické produkty nebo projekty.
- Vedení společnosti má na starosti obchodní strategii společnosti a ní spojený risk management. Musí však být praktikován skrze celou společnost, monitorovat strukturu společnosti a zajistit spolehlivý a relevantní tok informací, které se k vedení dostanou.
- Dále je nutné vhodné zveřejňování řízení rizik. Aniž by bylo dotčeno jakékoliv obchodní tajemství, měl by se management ujistit, že zveřejňuje trhu rizikové faktory společnosti srozumitelně a transparentně.
- Systémy pro odměňování a motivaci mají důležité důsledky pro přijímání rizik, proto je třeba je monitorovat a případně ovlivňovat systémem pro řízení rizik.

4.1.3 Praktiky užívané boardem

OECD v tomto případě poukázala na následující:

- Krize upozornila na problém toho, že v mnoha případech nebylo vedení finančních institucí s to řídit se objektivním nezávislým úsudkem. Cílem je tedy vytvoření takových boardů, které budou kompetentní i nezávislé. Přitom je dobré mít na paměti, že formální nezávislost by měla být nezbytná, ale nikdy ne dostatečná podmínka pro členství v managementu.
- V mnoha případech jsou správní rady chycené vlastní historií nebo managementem, takže jednají spíše reaktivně než proaktivně. To souvisí se skutečností, že mnoho členů boardu zastávalo svou funkci velice dlouho a jednotliví členové se pak málokdy mění nebo jsou akcionáři odvoláni (kromě společností, ve kterých převládají majoritní akcionáři).
- Dalším důležitým bodem je otázka oddělení CEO a předsedy správní rady. Adekvátně by se u dualistických systémů předseda představenstva neměl stát po skončení výkonu své funkce

předsedou dozorčí rady. Je ovšem složité ustanovit v této oblasti univerzální model pro všechny, proto se jedná o doporučenou, nikoliv vyžadovanou praktiku. V případě, že je zvolena jiná varianta než oddělení funkcí, by měly být zveřejněny důvody, proč společnost zvolila právě takový způsob vedení, a opatření správy a řízení společnosti, která mají za cíl vyhnout se ohrožení nebo zneužití efektivitu a nezávislosti boardu. Takový přístup by měl být zvolen i v případě, že předseda boardu je řídicí akcionář.

- Na boardu by mělo být, aby vypracoval specifickou politiku pro určení nejlepšího složení boardu s ohledem na odbornou kvalifikaci, která může zlepšit efektivitu vedení.
- Dále se jedná o potřebu zpřísnění právních povinností boardu a vylepšení možností jejich vynucování.
- V bankovním sektoru by se pak zvláště mělo posílit hlášení rizik vedení a rozšířit test schopností a dovedností pro přijetí do boardu tak, aby lépe zajišťoval nezávislost potenciálního člena boardu.

4.1.4 Výkon práv akcionářů

Ohledně výkonu práv akcionářů se OECD soustředí na tyto záležitosti:

- Akcionáři mají, stejně jako členové boardu, tendenci jednat spíše reaktivně než proaktivně. V tomto případě je tomu tak proto, že málokdy mají námitky vůči managementu v takovém počtu, aby něco změnili. Neefektivní monitorování ze strany akcionářů je záležitostí jak společností s rozptýlenou akcionářskou strukturou, tak společností, kde je vlastnictví akcií více koncentrováno. V mnoha případech se akcionáři, stejně jako vedení, zajímali jen o krátkodobé výsledky a zanedbávali kontrolu nadměrného podstupování rizik.
- Podíly institucionálních investorů se zvětšují, ale jejich chování při hlasování naznačuje, že jich stále spousta odmítá převzít aktivní úlohu, a jejich hlasování se zdají být potom pouze mechanická.
- U institucionálních investorů a dalších subjektů by nemělo docházet k odrazování od shodného postupu na valných hromadách, například skrze konzultace, ledaže by se jednalo o úmysl získat kontrolu nad společností.
- Přestože překážky hlasování (např. blokování akcií) plně nevysvětlují malou účast při hlasování, stále hrají významnou úlohu, obzvláště při přeshraničním hlasování. Měla by být přijata opatření ze strany regulačních orgánů i ze strany institucí, jež by byla zapojena do procesu hlasování, která by odstranila zbývající překážky a podpořila používání flexibilních hlasovacích mechanismů, jako je elektronické hlasování.

- V souvislosti s nárůstem podílů institucionálních investorů se obrátila pozornost k poradcům a k potenciálnímu střetu zájmu. Může zde vzniknout problém „univerzálního modelu hlasování pro všechny“.
- Roli alternativních investorů, jako např. hedgeových fondů, by nemělo být bráněno regulačními normami.

5. VLIV KRIZE NA CORPORATE GOVERNANCE VE SPOJENÝCH STÁTECH AMERICKÝCH

5.1 Úvod

Finanční krize z let 2007 až 2009 byla nepochybně mnohem větší a komplikovanější než ta, která vedla k přijetí Sarbanes-Oxleyho zákona. Nebyla totiž jen výplodem několika podvodných jednání, ale poukázala na systematické masivní selhání trhu.⁷⁹ Kongres Spojených států na tuto krizi zareagoval v roce 2010 přijetím úctyhodného zákona Dodd-Frank⁸⁰ s více než 1500 paragrafy. Tento zákon můžeme chápat jako pokračování trendu USA jít cestou hard-law a posilovat federální regulaci obchodních korporací.⁸¹

5.2 Dodd-Frankův zákon

Dodd-Frankův zákon představuje významnou část legislativy ve Spojených státech, která představila dalekosáhlejší reformy amerického finančního systému od dob Velké hospodářské krize. Přestože se většina zákona týká jiných oblastí než corporate governance, obsahuje i několik klíčových ustanovení, která corporate governance reformují.

Těmi jsou § 951 až 954, § 971 až 972 a § 989G, které upravují zejména následující oblasti:

- § 951 vyžaduje nezávazné schválení odměn managementu („say on pay“) a tzv. „zlatých padáků“⁸² akcionáři. Dále je pak vyžadováno zveřejnění ustanovení o „zlatých padácích“ v souvislosti s fúzí a od institucionálních investorů podle sekce 13(f) zákona o cenných papírech⁸³ je požadováno, aby ve svých proxy prohlášeních⁸⁴ alespoň jednou do roka podávali zprávy o tom, jak hlasovali při tomto poradním hlasování
- § 952 vyžaduje zveřejňování potenciálních střetů zájmů poradců pro odměňování. Dále požaduje, aby výbory pro odměňování byly plně nezávislé a aby těmto výborům byly svěřeny určité pravomoci pro dohled.

⁷⁹BAINBRIDGE, Stephen M., *Corporate Governance after the Financial Crisis*, Oxford University Press, ISBN 978-0-19-977242-1, s. 9.

⁸⁰USA, H.R. 4173 (111th Congress), Public Law No: 111-203, Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act ze dne 15. července 2010, (Dodd-Frankův zákon na reformaci Wall Streetu a ochranu spotřebitelů).

⁸¹VASUDEV, P. M., WATSON, Susan, *Corporate Governance after the Financial Crisis*, 2012, s. 2, [online]. [cit. 2019-02-18]. Dostupný z:

https://www.researchgate.net/publication/256013042_Corporate_Governance_after_the_Financial_Crisis

⁸²Velká platba poskytnutá při odchodu vysoce postaveného exekutivního ředitele.

⁸³USA, Public Law 115-141, Securities Exchange Act of 1934, (zákon o cenných papírech z roku 1934), Sekce 13f odstavec 2 bod.6A.

⁸⁴Proxy prohlášení je zvláštní dokument, který Komise vyžaduje, ve kterých se uvadí specifické informace pro akcionáře před zasedáním valné hromady.

- § 953 vyžaduje další zveřejňování ohledně odměňování, zvláště odměňování za výkon a poměru celkové odměny CEO a mediánu celkové odměny všech ostatních zaměstnanců společnosti.
- § 954 vyžaduje, aby Komise pro kontrolu cenných papírů dohlížela a zabránila směňování kótovaných cenných papírů emitentů, kteří neimplementovali pojistku zpětného získání odměny.⁸⁵
- § 955 říká, aby Komise vyžadovala po emitentech zveřejnění zajištění účastnických cenných papírů zaměstnanců a managementu.
- § 971 potvrzuje, že Komise má pravomoc vydat tzv. „proxy access“ pravidlo, podle kterého si akcionáři mohou vybírat své kandidáty do boardu společnosti skrze prohlášení společnosti o hlasování na základě plné moci.
- § 972 vyžaduje od společností zveřejnění informace, zda je vrcholný exekutivní ředitel stejná osoba jako předseda boardu, a vysvětlení, proč zvolili tu či onu variantu.
- § 989G poskytuje menším emitentům výjimku z požadavku na osvědčení interní kontroly auditorem podle § 404(b) Sarbanes-Oxleyho zákona.

5.2.1 „Say on pay“

Hlavním motivátorem pro zavedení „say on pay“ (tedy možnosti akcionářů hlasovat o odměňování managementu) bylo odpojení finanční odměny ředitelů od finančního výkonu jejich společností. Zaprvé nebyly odměny vrcholného managementu stanoveny dle běžných tržních podmínek a za druhé využil vrcholný management svého vlivu na board, aby získal vyšší odměny, které neodpovídaly výkonu společnosti.⁸⁶

V § 951 Dodd-Frankův zákon proto vytvořil nový § 14A zákona o cenných papírech, podle kterého společnosti musí ve svých proxy prohlášeních uvádět informaci o poradním hlasování akcionářů ohledně odměňování managerů alespoň jednou za 3 roky. Každých 6 let pak musí akcionáři hlasovat o tom, jak často budou mít toto poradní hlasování, tedy zvolit si, zda to bude mezi 1, 2 nebo

⁸⁵U.S. Securities and Exchange Commission, *Corporate Governance Issues, Including Executive Compensation Disclosure and Related SRO Rules*, [online]. [cit. 2019-02-18]. Dostupný z: <https://www.sec.gov/spotlight/dodd-frank/corporategovernance.shtml>

⁸⁶BAINBRIDGE, Stephen M., *Dodd-Frank: Quack Federal Corporate Governance Round II*, UCLA School of Law, 2010, Law-Econ Research Paper No. 10-12, [online]. [cit. 2019-02-19]. Dostupný z: <https://ssrn.com/abstract=1673575>

3 lety. Board k tomu může přidat své doporučení, s jakou frekvencí hlasování by akcionáři měli zvolit.⁸⁷

Výše uvedené hlasování musí být zveřejněno, není ovšem závazné pro vedení. Zákon jasně vymezuje, že toto hlasování neovlivňuje povinnost ředitelů jednat s péčí řádného hospodáře. Pro tzv. "accelerated a large accelerated filers" (tedy pro americké společnosti, u kterých celková částka cenných papírů umístěných na burze přesahuje 75 milionů dolarů, respektive 700 milionů dolarů u large accelerated filers)⁸⁸ platí, že musí popsat, jestli a jak jejich politika odměňování zahrnuje výsledky „say on pay“.

Efektivita „say on pay“ je však velice diskutabilní. Profesor J. Gordon tvrdí, že za prvé mohou institucionální investoři upřednostňovat pouze úzký rozsah programů odměňování, které budou hnát společnosti k „univerzálnímu modelu pro všechny“, a za druhé, že institucionální investoři spoléhají na proxy poradenské společnosti⁸⁹, což může zapříčinit situaci, kdy malý počet subjektů majících kontrolu nad rozhodováním nebude oprávněný držet vliv nad systémem odměňování společnosti.⁹⁰ Dále poukazuje na to, že ve Spojeném království téměř vždy akcionáři schválili systém odměňování, který jim byl předložen.⁹¹ Dovojuje, že „say on pay“ má své nevýhody a prostá transplantace do Spojených států by je jen zhoršila. Doporučuje, aby pravidlo bylo zavedeno jen pro největší společnosti.⁹²

5.2.2 Výbory pro odměňování

V § 952 Dodd-Frankova zákona můžeme vidět hned několik ustanovení vztahujících se k výborům pro odměňování, zejména:

- Oprávnění Komise přijmout regulaci, která burzám cenných papírů zabráni v uvedení na trh emitentů, kteří nesplňují specifické požadavky týkající se nezávislosti členů výborů pro odměňování.

⁸⁷BAINBRIDGE, Stephen, M., *The Corporate Governance Provisions of Dodd-Frank*, UCLA School of Law, 2010, Law-Econ Research Paper No. 10-14., s. 2-5, [online]. [cit. 2019-02-18]. Dostupný z: <https://ssrn.com/abstract=1698898>

⁸⁸Code of Federal Regulations, Part 240, General Rules and Regulations, Securities Exchange Act of 1934, §240.12b-2, [online]. [cit. 2019-02-18]. Dostupný z: <https://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?node=17:4.0.1.1.1&rgn=div5>

⁸⁹Jedná se o společnosti, které poskytují poradenské služby akcionářům, jak uplatňovat jejich volební hlas na valných hromadách.

⁹⁰GORDON, Jeffrey N., *ESSAY "Say on pay": cautionary notes on the U.K. Experience and the case for shareholder opt-in*, 46 Harvard journal on legislation, s. 325, [online]. [cit. 2019-02-18]. Dostupný z: http://www.shareholderforum.com/sop/Library/20090626_Gordon.pdf

⁹¹Tamtéž, s. 341.

⁹²Tamtéž, s. 367.

- Komise má za úkol dohlížet na samoregulační organizace, aby přijaly standardy pro obchodování na regulovaném trhu, kterými je od každého člena výboru pro odměňování vyžadována nezávislost.
- Přijetí pravidel Komisí, podle kterých by samoregulační organizace měly zvážit, co utváří nezávislost v souvislosti s členstvím ve výboru pro odměňování. V úvahu by měly brát i zdroj veškerého příjmu ředitelů, jako např. příjmy za poradenství nebo konzultace, a skutečnost, zda je ředitel součástí společnosti, její dceřiné společnosti nebo jiné přidružené organizace. Nadto si samoregulační organizace mohou vytvořit vlastní definici nezávislosti.
- Výbor pro odměňování musí mít pravomoc udržet si nezávislé právní a jiné poradce, včetně poradců pro odměňování, a to na účet společnosti.
- Výbor má výhradní odpovědnost za výběr, určení odměň a udržení takových poradců.
- Pokud je poradce vybrán, musí tak být uveřejněno v proxy prohlášení, stejně jako zde musí být uveřejněn jakýkoliv jeho potenciální střet zájmů.

Zákon dále vylučuje řadu emitentů, kteří mají zveřejňovací povinnost, jako např. ovládané společnosti, komanditní společnosti nebo emitenti, jež se nachází v konkurzním řízení, z povinnosti zveřejňovat, proč nemají nezávislý výbor pro odměňování.

5.2.3 Zveřejňování odměňování

Ustanovení § 953 stanovuje společností povinnost uvádět ve svých výročních proxy prohlášeních jasné vysvětlení korelace mezi odměňováním managementu a finančním výkonem společnosti. Vysvětlení musí být jasné, aby investoři mohli odměny a výkon snadno porovnat. Dále musí být v proxy prohlášení uvedeno, zda si zaměstnanci mohou pojistit hodnotu cenných papírů společnosti, které vlastní.

Dalším aspektem tohoto ustanovení je požadavek na zveřejnění mediánu veškerých příjmů zaměstnanců kromě CEO a CFO a poměru mezi těmito dvěma skupinami.⁹³ To může být pro společnosti nesmírně nákladné, obzvláště pro velké společnosti s desítkami tisíc zaměstnanců po

⁹³The Corporate Governance Provisions of Dodd-Frank, s. 5-8.

celém světě.⁹⁴ Komise proto zavedla pravidlo, že tento poměr stačí vyhodnocovat jednou za 3 roky a že se neaplikuje na menší společnosti.⁹⁵

5.2.4 Zpětné získání odměny

Ustanovení § 954 navazuje na Sarbanes-Oxleyho zákon a významně rozšiřuje jeho § 304, který říká, že v případě, kdy je společnost povinna přeformulovat svou účetní závěrku pro „nesprávné chování“, musí CEO a CFO vrátit veškeré bonusy, pobídky či odměny vázané na vlastní kapitál, které dostali za posledních 12 měsíců od vydání přeformulované účetní závěrky, spolu se všemi příjmy, které získali z prodeje cenných papírů společnosti za tuto dobu.

Podle tohoto ustanovení je Komise instruována, aby dohlížela na samoregulační organizace, aby vyžadovala po kótovaných společnostech, které pod ní spadají, zveřejnění pojistky zpětného získání pobídkových odměn, které byly vyplaceny exekutivním ředitelům v případě přeformulování účetní závěrky pro nedodržení zákonných požadavků. Emitenti, kteří nevyhoví danému požadavku, budou vyřazeni z obchodování na regulovaném trhu. Taková pojistka musí obsahovat ustanovení o zpětném získání převyšující odměny, kde „převýšení“ znamená rozdíl mezi částkou, kterou exekutivní ředitel dostal, a částkou, kterou by dostal, kdyby k přeformulování nedošlo.

Na druhou stranu se objevují i kritiky tohoto ustanovení. Sice slouží ustanovení jako odstrašující prostředek proti možným podvodným jednáním týkajícím se finančního výkaznictví, ale dotýká se všech členů exekutivy společnosti; může tedy zasáhnout i takové členy, kteří s případným pochybením nemají nic společného.

5.2.5 Zajištění zaměstnanců a ředitelů

Dle ustanovení § 955 musí společnosti informovat ve svých materiálech pro valnou hromadu akcionáře o tom, nakolik je zaměstnancům nebo členům boardu povoleno nakupovat takové finanční instrumenty, které kompenzují pokles kurzu akcií, jež jsou jim garantovány nebo jsou jimi přímo či nepřímo drženy. To znamená zajištění proti ztrátě, neboť takové finanční instrumenty přinášejí zisk při poklesu základních aktiv a naopak. Ustanovení se snaží odradit zaměstnance od spekulací na pokles hodnoty akcií, což ve výsledku může být pro společnost nežádoucí.⁹⁶

⁹⁴CASEY, Warren J., LEU, Richard, *United States: New Executive Compensation Disclosures Under Dodd-Frank*, 2010, [online]. [cit. 2019-02-19]. Dostupný z: <http://www.mondaq.com/unitedstates/x/106962/Directors+Officers/New+Executive+Compensation+Disclosures+Under+DoddFrank>

⁹⁵USA Komise pro kontrolu cenných papírů, *SEC Adopts Rule for Pay Ratio Disclosure*, [online]. [cit. 2019-02-19]. Dostupný z: <https://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-160.html>

⁹⁶Ekonomie regulace: Lekce z globální finanční krize, s. 51-52.

5.2.6 Proxy access

Ustanovení 971 potvrzuje, že Komise může přijmout pravidla pro přijetí výše zmíněného „proxy access“ pravidla. Současně však ustanovení výslovně opravňuje Komisi k vyjmutí emitenta nebo řady emitentů z „proxy access“ pravidla. Měla by ovšem vzít v úvahu, zda „proxy access“ nezpůsobuje nepřiměřenou nákladnost pro malé podniky.⁹⁷

V srpnu 2010 přijala Komise tato pravidla pro možnost nominovat kandidáta jako člena boardu. Tyto pravidla stanovují, že nominující akcionář musí mít alespoň 3 % hlasovací síly z vlastněných cenných papírů společnosti (nebo více akcionářů sloučených dohromady, pro překročení této hranice). Tyto cenné papíry pak musí kontinuálně držet po dobu alespoň 3 let. Na druhou stranu nebude od společnosti požadováno, aby zahrnula do boardu více než jednoho kandidáta navrženého z řad akcionářů nebo v případě, že by se jednalo o větší hodnotu, více kandidátů, kteří nepředstavují více než 25 % boardu. Jinými slovy: U velké společnosti může akcionář navrhnout max. 25 % členů boardu.⁹⁸

Přestože Komise přijala tyto pravidla, bylo od nich upuštěno Odvolacím soudem Spojených států, který řekl, že Komise nesplnila svou povinnost řádně zvážit efektivitu těchto pravidel, jejich ekonomický dopad, vliv na hospodářskou soutěž a tvorbu kapitálu. Na druhou stranu stanovil soud, že Komise nemá pravomoc regulovat pravidla, ale pouze řekl, že je regulovala špatně. Z tohoto důvodu má Komise stále právo předělat a znovu vydat taková pravidla.⁹⁹

5.2.7 Zveřejnění struktury boardu

Podle § 972 musí společnosti zveřejnit informaci, zda je CEO a předseda boardu jedna a tatáž osoba. V obou případech musí vysvětlit důvody pro zvolení dané varianty. Nejedná se tedy o kogentní normu ustanovující povinnost zvolit jednu nebo druhou verzi. Přestože je v mnoha zemích vybízeno k oddělenosti těchto rolí, existují i názory, že takové oddělení může působit kontraproduktivně, neboť jeden model není ideální pro všechny.¹⁰⁰ Pro velké společnosti je pak výhodnější a méně nákladné nemít tyto dvě funkce oddělené.¹⁰¹ Dalším možným problémem oddělení těchto funkcí je známý

⁹⁷The Corporate Governance Provisions of Dodd-Frank, s. 8-10.

⁹⁸USA Komise pro kontrolu cenných papírů, *Facilitating shareholder director nominations*, 2010, s. 24-26, [online]. [cit. 2019-02-20]. Dostupný z: <https://www.sec.gov/rules/final/2010/33-9136.pdf>

⁹⁹Robinson & Cole LLP, *SEC's Proxy Access Rule Vacated; Shareholder Proposals Regarding Proxy Access Permitted*, 2011, [online]. [cit. 2019-02-20]. Dostupný z: <http://www.rc.com/publications/upload/2082.pdf>

¹⁰⁰FALEYE, *Olubunmi, Does One Hat Fit All? The Case of Corporate Leadership Structure*, in: *Journal of Management and Governance*, 2007, [online]. [cit. 2019-02-20]. Dostupný z: https://www.researchgate.net/publication/5151197_Does_One_Hat_Fit_All_The_Case_of_Corporate_Leadership_Structure

¹⁰¹BRICKLEY, J.A., COLES, J.L., JARRELL, G., *Leadership Structure: Separating the CEO and Chairman of the Board*, in: *Journal of Corporate Finance*, 1997, [online]. [cit. 2019-02-20]. Dostupný z:

případ „kdo stráží strážce“. Při vytvoření silného předsedy se úloha boardu monitorovat CEO rozroste o další úlohu, a to monitorování předsedy, aby vykonával svou funkci efektivně a aby ji nezneužíval. Zároveň musí v takovém případě hlídat, aby nevznikla špatně fungující rivalita obou subjektů. Předseda navíc nebude tak informovaný jako CEO, proto bude méně schopný vést board v jeho poradenské úloze tak, jak by ho vedl CEO.¹⁰²

5.2.8 Povinnost auditorského osvědčení

Podle § 404 písm. a) Sarbanes-Oxleyho zákona musí společnosti dle pravidel Komise zahrnout ve svých výročních zprávách prohlášení o založení a udržování adekvátní struktury vnitřní kontroly a postupů pro finanční výkaznictví. Písm. b) tohoto paragrafu požaduje, aby nezávislí auditoři osvědčili a podali vedení zprávu o takovém prohlášení. Implementace tohoto ustanovení byla velice nákladná a stála společnosti hned v prvním roce miliony dolarů. Aby zabránil zbytečným ztrátám, vyňal Dodd-Frankův zákon menší společnosti s obratem menším než 75 milionů, tzv. „non-accelerated filers“, z povinnosti nechat si výše zmíněné prohlášení osvědčit od auditora.

5.2.9 Ostatní

Dodd-Frankův zákon se více okrajově zabývá corporate governance i v jiných ustanoveních. Za zmínku stojí fakt, že zákon klade větší důraz na ochranu whistleblowerů a nabízí jim pobídkové odměny za informace, které povedou k úspěšným soudním nebo správním opatřením. Dále je i nadále znemožněno volit skrze jakéhokoli prostředníka v důležitých hlasováních, jako například při volbě člena boardu či odměňování managementu. Dalším ustanovením týkajícím se corporate governance je § 955, ve kterém je požadováno, aby každý emitent zveřejnil, zda je zaměstnancům nebo členům boardu povoleno kupovat finanční nástroje, které jsou určeny k zajištění nebo snížení tržní hodnoty cenných papírů. Nakonec je samozřejmě nutno zmínit, že v návaznosti na krizi zákon významně zvyšuje odpovědnost, zveřejňovací povinnosti, procesní požadavky a dohled nad ratingovými agenturami.

5.3. Závěr

Je jasné, že Dodd-Frankův měl zásadní význam pro finanční subjekty ve Spojených státech. Mnoho z jeho ustanovení, včetně těch, která se týkají corporate governance, zplnomocňují Komisi,

https://www.researchgate.net/publication/223842182_Leadership_Structure_Separating_the_CEO_and_Chairman_of_the_Board

¹⁰²Dodd-Frank: Quack Federal Corporate Governance Round II, s. 1798-1800.

aby vyplnila volná místa v zákoně skrze svá pravidla a svoji interpretaci. Nicméně není sporu o tom, že zákon přinesl několik významných ustanovení, které napomohly vrátit finanční stabilitu a důvěru ve finanční trhy.

6. VLIV KRIZE NA CORPORATE GOVERNANCE VE SPOJENÉM KRÁLOVSTVÍ

6.1 Úvod

Ekonomika Spojeného království dostala z evropských zemí jednu z největších ran od ekonomické krize. Hrubý domácí produkt se propadl o více než 6 % a trvalo více než 5 let, než se z toho ekonomika vzpamatovala.¹⁰³ Chaos kolem krize způsobil i první „run“ na banku od roku 1866 a do doby, než se ekonomika vzpamatovala, se počet nezaměstnaných vyšplhal téměř ke 3 milionům.¹⁰⁴

Krize vyvolala rozsáhlé přehodnocování systémů správy a řízení jak na místní, tak na mezinárodní úrovni. Ve Spojeném království byl pověřen Sir Walker, aby přezkoumal řízení bank a dalších finančních institucí.¹⁰⁵ Současně s ním zahájila FRC, tedy Rada pro finanční výkaznictví v UK, která se zabývá i dohledovou činností v auditorství nebo účetnictví, významnou revizi Combined Code (bylo navrženo jeho přejmenování na Corporate Governance Code). Přestože Walkerova revize se zaměřovala na bankovní systém, byla některá jeho doporučení aplikovatelná obecně pro všechny kótované společnosti, a proto byla přijata do revidovaného UK Corporate Governance Code, publikovaného v květnu 2010.

Mimoto přijala i FRC pravomoc k vypracování tzv. Stewardship Code, tedy Kodexu pro správce, pro stanovení správných postupů pro institucionální investory při jednání s kótovanými společnostmi.

6.2 Corporate Governance Code 2010

Hlavní body, které přinesl nový Kodex Corporate Governance, adresují do jisté míry podobné problémy jako Dodd-Frankův zákon. Kodex se skládá z 5 oddílů a drží se pravidla „dodržuj, nebo vysvětli“. Hlavní změny oproti starému Kodexu zmíním v následujícím textu.

¹⁰³UK Office for National Statistics, *The 2008 recession 10 years on*, 2018, [online]. [cit. 2019-02-21]. Dostupný z: <https://www.ons.gov.uk/economy/grossdomesticproductgdp/articles/the2008recession10yearson/2018-04-30>

¹⁰⁴HODSON, D., MABBETT, D., *UK Economic Policy and the Global Financial Crisis: Paradigm Lost?*, in *Journal of Common Market Studies*, svazek 47, číslo 5, 2009, s. 1041-1042, [online]. [cit. 2019-02-21]. Dostupný z: <http://www.bbk.ac.uk/politics/ourstaff/academic/JCMS2009bUKEconomicPolicyandtheGlobalFinancialCrisisParadigmLost.pdf>

¹⁰⁵Financial Reporting Council, *The UK Corporate Governance Code*, 2010, [online]. [cit. 2019-02-21]. Dostupný z: <https://www.frc.org.uk/getattachment/31631a7a-bc5c-4e7b-bc3a-972b7f17d5e2/UK-Corp-Gov-Code-June-2010.pdf>

6.2.1 Diverzifikace boardu

Kodex předepisuje pro dosažení nejvyšší efektivity, aby byl board, tedy ve Spojeném království většinou správní rada, složen z nezávislých lidí s různými zkušenostmi, dovednostmi a znalostmi. Cílem ustanovení je zabránit jednotnému skupinovému myšlení. Výběr kandidátů by tedy měl probíhat na základě předností, objektivních kritérií, a to s ohledem na rozmanitost, včetně genderové vyrovnanosti. Jedná se o nový oddíl a může být velice sporný, neboť klade větší důraz na diverzitu správní rady než na výběr nejlepšího a nejvhodnějšího uchazeče.¹⁰⁶

Při zvažování otázky, zda je člen správní rady nezávislý, by měla rada vzít v úvahu podobné faktory, jaké doporučila OECD: jestli byl zaměstnancem minulých 5 let, zda měl za poslední 3 roky obchodní vztah se společností, jaké má rodinné vazby na společnost, zda se jedná o významného akcionáře nebo jestli byl členem boardu po více než 9 let ode dne jeho prvního zvolení.

6.2.2 Každoroční znovuzvolení správní rady

Další novinkou je přísnější regulace FTSE 350, tedy 350 největších společností, které jsou obchodované na Londýnské burze. Příkladem takové regulace je každoroční znovuzvolení správní rady FTSE 350 dle oddílu B7 Kodexu. Toto ustanovení vyvolalo v mnohých obavy, že destabilizuje board a že bude podporovat přístup ke krátkodobému výnosu, neboť za rok lze jen těžko zhodnotit celkovou práci správní rady. Ti, kteří byli pro toto pravidlo, měli za to, že posílí větší angažovanost s akcionáři.

FRC dovodila, že by bylo správné, aby se akcionáři mohli každoročně vyjádřit k výkonům vedení, a pravidlo pro společnosti FTSE 350 zavedla. V předmluvě vybízí i menší společnosti k zavedení stejného pravidla.

6.2.3 Odměňování dle výkonosti

V příloze A Kodexu je návrh, jak by měli být ohodnoceni exekutivní ředitelé. Důraz je kladen na dlouhodobě orientovaná pobídková schémata, podle kterých by se měl výbor pro odměňování řídit a zvažovat, zda bonusy udělí. To, jestli budou uděleny, závisí na splnění cílů společnosti, ve kterých jsou případně zahrnuty i dlouhodobé cíle společnosti, které nejsou finančního charakteru. Politika odměňování a pobídkových schémat má být sladěna s politikou řízení rizik. FRC nakonec nezvolila znění, které říkalo, že kritéria pro výplatu bonusů mají být přímo upravena podle rizik, neboť byla zpochybněna proveditelnost takové úpravy.

¹⁰⁶Tamtéž, oddíl B2.

6.2.4 Zhodnocení správní rady

Pravidlo, které je v sekci B6 Kodexu, říká, že správní rada by měla ve výroční zprávě uvést, jak bylo provedeno její zhodnocení, zhodnocení jejích výborů a jejích jednotlivých ředitelů. Co se týče zhodnocení ředitelů FTSE 350, mělo by být vykonáno externě alespoň jednou za 3 roky.¹⁰⁷ Je jasné, že zhodnocení externím auditem bude objektivnější, resp. bude mít navenek pro investory větší váhu. Na druhé straně ovšem přinese další náklady pro společnosti.

6.2.5 Zveřejnění obchodního plánu

Dalším nově přijatým ustanovením je pravidlo v sekci C.1.2, které říká, že by vedení mělo do výroční zprávy zahrnout vysvětlení základů, podle kterých společnost získává své příjmy a zachovává svou tržní hodnotu z dlouhodobého hlediska, a strategii, která má pomoci těchto cílů dosáhnout.

6.2.6 Risk management

Podle sekce C.2 je board odpovědný za risk management. Regulace risk managementu byla široce přijímána jako významný dodatek ke Kodexu. Board je zodpovědný za řízení rizik a měl by rozumně řídit rizika pro dosahování cílů společnosti. Zároveň by měl alespoň jednou za rok zhodnotit efektivitu systémů pro řízení rizik a vnitřní kontrolu a sdělit akcionářům, že bylo zhodnoceno. V původním návrhu bylo poukazováno na potenciální vágnot některých pasáží jako „rizikový apetýt“ nebo „tolerance rizik“. FRC nechtěla vytvářet mechanismy, jak se vypořádat s rizikem, ale pouze říct, že je na vedení společnosti, aby zvážilo, kolik rizika se na sebe může společnost vzít. FRC pak vybralo znění, které říká, že board je zodpovědný za určení povahy a rozsahu významných rizik, která je ochoten přijmout pro dosažení cílů společnosti.¹⁰⁸

6.3 Kodex pro správce

Kodex Corporate Governance obsahoval i Přílohu C, která se týkala „Zásad angažovanosti institucionálních investorů“. Tato příloha však byla z kodexu vymazána přijetím Kodexu pro správce v roce 2010.¹⁰⁹ Kodex vyžaduje od institucionálních investorů následující:

¹⁰⁷Practical Law, *Combined Code review: UK Corporate Governance Code*, 2010, [online]. [cit. 2019-02-21]. Dostupný z: [https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/8-502-2682?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true&comp=pluk&bhcp=1](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/8-502-2682?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true&comp=pluk&bhcp=1)

¹⁰⁸Financial Reporting Council, *Revisions to the UK Corporate Governance Code (Formerly the Combined Code)*, 2010, s. 7-8, [online]. [cit. 2019-02-23]. Dostupný z: <https://www.frc.org.uk/getattachment/3c363c1c-76ff-4faf-8c7d-7d8aac801cd2/May-2010-report-on-Code-consultation.pdf>

¹⁰⁹MALLIN, Christine A., *Corporate Governance*, Oxford University Press, 6. vyd., 2019, ISBN 978-0-19-253873-4, s. 38.

- zveřejňovat svou politiku ohledně toho, jak budou plnit své odpovědnosti správce
- mít adekvátní politiku řízení střetu zájmů ve vztahu ke správcovství a tato politika by měla být veřejně dostupná
- monitorovat společnosti, do kterých investovali
- stanovit jasné pokyny, jak a kdy zintenzivnit své aktivity jako metodu pro ochranu a zvýšení hodnoty akciového podílu
- být ochoten jednat kolektivně s jinými investory tam, kde je to vhodné
- mít jasnou hlasovací politiku a zveřejňovat hlasovací činnosti
- pravidelně podávat zprávu o svém správcovství a hlasovacích činnostech¹¹⁰

Kodex pro správce byl vnímán jako komplementární ke Kodexu Corporate Governance a jeho cílem bylo zvýšit kvalitu spolupráce mezi institucionálními investory a společnostmi za účelem zlepšení dlouhodobých výnosů pro společníky a efektivní výkon odpovědnosti za řízení.¹¹¹

6.4 Pravidlo „dodržuj, nebo vysvětli“

Spojené království je specifické tím, že si po celou dobu, po první i druhé krizi, udrželo své soft law doporučení, která jsou na bázi dobrovolnosti, namísto amerického vynutitelného hard law. Pravidlo „comply or explain“, neboli „dodržuj nebo vysvětli“, znamená, že místo nastavení právně závazných a vynutitelných norem se společnost musí buď podřídit daným ustanovením nebo vysvětlit, proč tak neučinila. Toto pravidlo platí pro oba kodexy, a sice pro Kodex Corporate Governance a pro Kodex pro správce, a tvoří tak systém corporate governance ve Spojeném království. Smyslem takového pravidla je vytvoření dialogu mezi investory a společnostmi. Pokud společnost dostatečně nevysvětlí důvody, proč se daných doporučení nedrží, může se investor zeptat přímo vedení.

Na rozdíl od hard law jsou sankce za nedodržování Kodexů spíše tržní než právní. Pokud se společnost odchyluje od doporučení, je pravděpodobnější, že investoři nebudou investovat a že tržní cena společnosti tedy klesne. Největší výhodou tohoto pravidla je podpora flexibility, neboť každá společnost je jiná a může si nastavit vlastní správu a řízení, pokud má své individuální důvody. Neaplikuje se tedy „univerzální model pro všechny“.

¹¹⁰Financial Reporting Council, *The UK Stewardship Code*, 2010, [online]. [cit. 2019-02-23]. Dostupný z: <https://www.frc.org.uk/getattachment/e223e152-5515-4cdc-a951-da33e093eb28/UK-Stewardship-Code-July-2010.pdf>

¹¹¹MALLIN, Corporate Governance, s. 38.

Na druhou stranu ukázala krize, že investoři nedokázali adekvátně monitorovat vedení během krize. To znamená, že toto pravidlo nefungovalo tak, jak mělo. Mělo sice podporovat angažovanost investorů, ale to se do krize nedělo. Jeden z důvodů je i skutečnost, že vysvětlení, proč se společnosti nedrží doporučení, byla stručná a neinformační, že tedy akcionáři neměli dostatek informací, aby mohli vedení pokládat správné otázky. Mnohdy se někteří investoři vůbec neúčastnili dohledu nad společnostmi, dokud byl finanční výkon společnosti dostatečný. Jedním z dalších důvodů je i nedokonalost některých ustanovení předešlého kodexu corporate governance, která byla příliš obšírná či nespecifická. Společnosti mohly navenek vykazovat, že dodržují Kodex, ale ve skutečnosti tomu tak být nemuselo.

Další kritikou, které musí toto pravidlo čelit, je, jak jsem zmínil výše, nedostatečná vynutitelnost. Za nedodržování Kodexu není žádná sankce a dle Evropské Komise jsou dobrovolné právní systémy často neúspěšné kvůli absenci sankcí. Existují sankce za nevysvětlení, zda se společnost drží doporučení či nikoliv, ale tyto sankce nejsou v realitě efektivní.¹¹²

¹¹²O'DWYER, Aidan, *Corporate Governance after the financial crisis: The role of shareholders in monitoring the activities of the board*, in *Aberdeen Student L. Rev.*, 2014, [online]. [cit. 2019-02-23]. Dostupný z: https://www.abdn.ac.uk/law/documents/Corporate_Governance_after_the_financial_crisis.pdf

7. VLIV KRIZE NA CORPORATE GOVERNANCE V EVROPSKÉ UNII A ČESKÉ REPUBLICICE

Vliv finanční krize na českou ekonomiku je jistě znatelný. Kvůli krizi se snížila poptávka, což pro zemi, která je převážně exportní, má negativní dopad na ekonomickou situaci. Vlivem krize se HDP v roce 2009 snížilo o 4,8 %.¹¹³ S tímto problémem byly provázány i podniky, u kterých snížení poptávky a odbytu výrobků způsobilo pokles příjmů, což vedlo k větší míře neschopnosti splácet úvěry, a tedy korespondenčně zvýšené míře neochoty věřitelů půjčovat prostředky podnikům.¹¹⁴ Z hlediska správy a řízení společností nebyl dopad až tak znatelný, neboť krize k nám došla ze zahraničí a u nás nebyl zaznamenán významný bankrot nebo skandál, který by poukázal na nedostatečnou regulaci corporate governance. V oblasti správy a řízení rizik byla pro Českou republiku hlavním regulátorem Evropská unie, která přijala několik doporučení a směrnic, byť se jedná o dílčí oblasti corporate governance. Zaměřím se proto i na evropskou úpravu.

Evropská unie nechala v návaznosti na finanční krizi vypracovat analytickou zprávu,¹¹⁵ která analyzuje příčiny krize a přináší některá doporučení. Zpráva poukazuje na konflikt zájmů u ratingových agentur, nedostatečnou kapitálovou přiměřenost nebo na dozor nad kapitálovými trhy, který nezískal informace natolik včas, aby dokázal zareagovat. „*Problémem se stala i nedostatečná transparentnost jednotlivých finančních firem a poměrně těsná závislost jedné firmy na druhé, což postupně vedlo k vzájemné nedůvěře mezi finančními institucemi a projevilo se to zejména na mezibankovním trhu.*“¹¹⁶ Co se týče corporate governance, věnuje se mu zpráva v kapitole II, oddílu V, kde se zabývá především otázkami odměňování a správou a řízením rizik. Zpráva dává doporučení ke sladění odměňování s dlouhodobými zájmy akcionářů a zdůrazňuje potřebu nezávislé zodpovědné a efektivní správy a řízení rizik.

V oblasti odměňování přijala EU v roce 2009 doporučení o politice odměňování v odvětví finančních služeb.¹¹⁷ Hned v úvodu doporučení poukazuje na to, že nevhodné odměňování vedlo k nadměrnému riskování a že risk management nebyl dostatečný, tedy upozorňuje na 2 hlavní problémy

¹¹³Český statistický úřad, *Hodnocení výkonnosti ekonomiky České republiky v širším kontextu*, 2015, s. 8-9, [online]. [cit. 2019-02-24]. Dostupný z: <https://www.czso.cz/documents/10180/36380891/320288-15a01.pdf/4f11fa39-3e58-4d80-a638-25b736cac380?version=1.0>

¹¹⁴ČNB, *Zpráva o finanční stabilitě 2008/2009*, s. 25, [online]. [cit. 2019-02-24]. Dostupný z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/financni_stabilita/zpravy_fs/fs_2008-2009/FS_2008-2009.pdf

¹¹⁵LAROSIÈRE, de Jacques, *The high-level group on financial supervision in the EU, Report (Larosièrova zpráva)*, 2009, [online]. [cit. 2019-02-24]. Dostupný z: https://ec.europa.eu/info/system/files/de_larosiere_report_en.pdf

¹¹⁶Ekonomie regulace: Lekce z globální finanční krize, s.33.

¹¹⁷Doporučení Komise 2009/384/ES ze dne 30. dubna 2009 o politice odměňování v odvětví finančních služeb, in: Úřední věstník, L 120, 15.5.2009, p. 22–27, [online]. [cit. 2019-02-24]. Dostupný z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/?uri=CELEX%3A32009H0384>

finanční krize. Poukazuje na systémový nedostatek efektivního řízení rizik, neboť se odměňování soustředilo na krátkodobé cíle. Doporučení vybízí k přijetí následujících opatření: Pokud odměna obsahuje i prémii, měla by být v jasně stanoveném poměru ke stálé odměně a společnost by měla mít možnost takovou část odměny zcela nebo zčásti odepřít. Platby v souvislosti s předčasným odstoupením mají být v korelaci s dosaženými výsledky, a nikoliv s výsledky za selhání. Je-li odměna vázána na výsledky, měly by výsledky být posuzovány na víceletém základě. Politika odměňování by měla být veřejně přístupná.

Druhým významným doporučením bylo doporučení EU 2009/385/ES.¹¹⁸ Toto doporučení klade důraz na transparentnost a na kontrolu akcionářů nad politikou odměňování. Upozorňuje, že výplata „zlatých padáků“ nesmí být odměnou za selhání a že by částka odstupného neměla přesahovat částku odměny za 2 roky. Doporučení dále obsahuje stanovení horního limitu proměnné složky odměny. Členové správních orgánů by si měli do konce svého funkčního období ponechat určitý počet akcií. Akcionáři by se měli podporovat v účasti na valných hromadách a v uvážlivém hlasování v souvislosti s odměňováním členů správních orgánů. U výboru pro odměňování by alespoň jeden člen měl mít odborné znalosti a zkušenosti.

Důležitým pramenem práva v oblasti odměňování je i směrnice EU 2010/76/EU.¹¹⁹ Hlavní význam této směrnice v oblasti odměňování spočívá v zavedení odložené výplaty pohyblivé složky odměny o 40-60 % o 3 až 5 let, a co se týče složení pohyblivé složky odměny, má být alespoň 50 % z této odměny složeno z vhodného poměru mezi akciemi a jinými finančními nástroji. Transpozice této směrnice byla v České republice provedena vyhláškou ČNB 380/2010, která novelizuje vyhlášku č. 123/2007.¹²⁰ V příloze 1a jsou vymezeny požadavky na odměňování. Vidíme zde, že většina priorit, na které poukazovala Evropská unie, se dostala do českého právního řádu. Patří k nim například následující: Jednou ročně jsou nezávisle prověřeny zásady odměňování, jestli jsou v souladu se zásadami schválenými dozorčím orgánem. U společností přiměřené velikosti se zřídí výbor pro odměňování složený z členů dozorčího orgánu. Odměňování je založeno na víceletém základě, funguje vyvážením mezi pevnou a pohyblivou složkou odměny, přičemž pohyblivou složku je možno nevyplatit a nárok na alespoň 40 % pohyblivé složky odměny je oddálen o 3 až 5 let. Odstupné odráží

¹¹⁸Doporučení Komise 2009/385/ES ze dne 30. dubna 2009, kterým se doplňují doporučení 2004/913/ES a 2005/162/ES, pokud jde o systém odměňování členů správních orgánů společností kótovaných na burze, in: Úřední věstník, L 120, 15.5.2009, p. 28–31, [online]. [cit. 2019-02-24]. Dostupný z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/?uri=CELEX%3A32009H0385>

¹¹⁹Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2010/76/EU ze dne 24. listopadu 2010, kterou se mění směrnice 2006/48/ES a 2006/49/ES, pokud jde o kapitálové požadavky na obchodní portfolio a resekuritizace a o dohled nad zásadami odměňování in: Úřední věstník, L 329, 14.12.2010, p. 3–35, [online]. [cit. 2019-02-24]. Dostupný z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/ALL/?uri=CELEX%3A32010L0076>

¹²⁰Vyhláška ČNB č. 123/2007 o pravidlech obezřetného podnikání bank, spořitelních a úvěrních družstev a obchodníků s cennými papíry ve znění vyhlášky č. 282/2008 Sb., vyhlášky č. 380/2010 Sb., vyhlášky č. 89/2011 Sb. a vyhlášky č. 187/2012 Sb.

u některých zaměstnanců jejich výkonnost v průběhu období a není nastaveno tak, aby se jim odměňoval neúspěch.

Nakonec je nutno zmínit „Zelenou knihu EU“, která se zabývá převážně 3 oblastmi: správní radou, akcionáři a pravidlem „dodržuj, nebo vysvětli“. V souvislosti se Zelenou knihou vydala ČNB Stanovisko,¹²¹ které zaznamenává souhrnné vyjádření k otázkám corporate governance. Ve svém vyjádření shledává, že rámec corporate governance je ve finančních institucích dostačující. ČNB se tedy ve svém Stanovisku vyjadřuje negativně k většině navrhovaných myšlenek:

ČNB nevidí potřebu úplného vyloučení možnosti zkombinovat funkci předsedy boardu a CEO. Nedomnívá se, že by příkázání určitého poměru žen v boardu zajistilo lepší efektivitu, a výběr členů pak nechává na finančních institucích. ČNB přímo nepodporuje záměr zhodnocovat board z vnějšku, neboť kontrola spočívá v rukou akcionářů. Dále je proti plošné povinnosti zavést výbor pro řízení rizik s upozorněním na možné odlišnosti monistické a dualistické struktury a na to, že výbor pro audit má též za úkol řízení rizik. Podrobnosti organizace risk managementu by neměly být explicitně a závazně regulovány, aby instituce mohly individuálně flexibilně reagovat na vzniklou situaci. Posílit pozici vedoucího pro řízení rizik též nepovažuje za potřebné. Přímá regulace správy a řízení společností by podle ČNB mohla oslabit iniciativu akcionářů provádět kontrolu vedení. Dále nedoporučuje zavést povinné zveřejňování hlasovací činnosti institucionálních investorů, ale doporučuje seberegulaci.¹²²

Přestože Česká republika nereagovala přímo na finanční krizi, byla si vědoma jejích příčin a následků a v duchu doporučení a poučení z krize se nesla příprava nového zákona o obchodních korporacích, který se stal účinným v roce 2014. Zákon nepřímo reagoval na krizi tím, že upravuje možný střet zájmů, odměňování, jednání statutárního orgánu nebo rozšiřuje ochranu věřitelů.¹²³ Přestože výslovně na krizi neodkazuje, upravuje palčivé problémy, které krize s sebou přinesla, viz dále v práci.

¹²¹Stanovisko ČNB ke konzultačnímu materiálu Evropské komise „Green paper –Corporate governance in financial institutions and remuneration policies“, 2010, [online]. [cit. 2019-02-25]. Dostupný z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/legislativni_zakladna/stanoviska_cnb/download/Opinion_Corporate_governance_CJ.pdf

¹²²Tamtéž, s. 2-13

¹²³ELIÁŠ, Karel, HAVEL, Bohumil, *Osnova občanského zákoníku. Osnova zákona o obchodních korporacích.*, Plzeň: Aleš Čeněk, 2009, ISBN 978-80-7380-205-9.

8. CORPORATE GOVERNANCE DNES

8.1 OECD

V roce 2015 byly schváleny revidované Principy pro správu a řízení společností států G20/OECD (dále jako „Principy G20/OECD“). Revize původních Principů OECD z roku 2004 proběhla i za účasti států G20, které nejsou členy OECD, čímž tyto Principy získaly globální význam. Reflektují zkušenosti v celé řadě zemí a jsou podpořeny mnohými studiemi, které v sobě zahrnují i poučení z finanční krize. Stejně jako předešlé Principy OECD 2004 se i Principy G20/OECD se dělí do 6 částí:

První oddíl pojednává o *Zajištění základů pro efektivní rámec správy a řízení společnosti*. Tento oddíl se věnuje podpoře transparentnosti a férového fungování trhů a efektivní alokaci zdrojů. Zaměřuje se na rozdělení odpovědnosti mezi jednotlivé orgány. Nově je též kladen důraz na dohled a vynutitelnost a přidává se pravidlo říkající, že burzy mají podporovat účinnou corporate governance.

Druhý oddíl se nazývá *Práva akcionářů a rovnocenné zacházení s nimi, klíčové funkce vlastníků*. Tento oddíl určuje základní práva akcionářů, jako například práva na informace a účast na rozhodování v důležitých rozhodnutích společnosti. Dále se zde jedná o rovnocennost akcií či nutnost zveřejňovat odlišnou úpravu. Novou úpravou je v tomto oddíle použití informačních technologií při valných hromadách, postupy schvalování transakcí mezi propojenými osobami a účast na rozhodování o odměňování vedení.

Třetí oddíl se zaměřuje na *Institucionální investory, trhy s cennými papíry a další zprostředkovatele*. Jedná se o novou kapitolu, ve které se říká, že corporate governance by měl „poskytnout rozumné podněty v celém investičním řetězci a zajistit, aby trhy s cennými papíry fungovaly způsobem, který přispívá ke kvalitní správě a řízení společnosti.“¹²⁴ Důraz je zde kladen na potřebu zveřejňovat a minimalizovat střety zájmů makléřů, ratingových agentur, analytiků a poradenských subjektů. Nově je upraveno zveřejnění corporate governance, kterým se společnost řídí, pokud je kótovaná v jiné zemi. Zdůrazněn je i význam spravedlivého a účinného určování cen na trzích s cennými papíry.

Ve čtvrtém díle pojednávají Principy G20/OECD o *Úloze zainteresovaných stran při správě a řízení společnosti*. Principy G20/OECD podporují aktivní spolupráci mezi společnostmi a zainteresovanými stranami a zdůrazňují význam práv zainteresovaných osob stanovených zákonem či dohodami. Dále se oddíl zaměřuje na podporu zainteresovaných stran k přístupu k informacím.

¹²⁴Země G20/OECD - Principy správy a řízení společností, s. 33.

Pátý oddíl *Zveřejňování informací a transparentnost* určuje klíčové oblasti, které by měly být zveřejňovány. Jsou jimi finanční a provozní výsledky společnosti, její cíle, majoritní vlastnictví akcií, odměňování členů boardu, transakce mezi propojenými osobami, předvídatelné rizikové faktory a další. Novým aspektem je v této kapitole dobrovolné zveřejňování nefinančních informací o společnosti ve zprávách o řízení.

Posledním oddílem je *Odpovědnost správních orgánů*, která obsahuje pokyny týkající se klíčových funkcí boardu, včetně přezkumu strategie společnosti, hlavních akčních plánů, postupů pro řízení rizik a business plánů, stanovení cílů společnosti, odměňování, zajištění integrity účetnictví a dalších. Novými úlohami boardu jsou řízení rizik a zajištění nezávislého auditu.¹²⁵

8.2 Spojené státy americké

Ve Spojených státech amerických nedošlo k velkým změnám v oblasti corporate governance. V roce 2018 přišla novela Dodd-Frankova zákona, která zvýšila hranici aktiv pro uplatnění přísnější regulace, a sice z 50 miliard dolarů na 250, takže přísnější regulace začala platit pouze u největších amerických bank.¹²⁶ V oblasti správy a řízení společností přijala Komise pro kontrolu cenných papírů pravidla, ke kterým byla zmocněna Dodd-Frankovým zákonem, jak je zmíněno výše. V roce 2011 přijala Komise pravidla týkající se schvalování odměňování ředitelů a „zlatých padáků“ akcionáři (§ 951), v roce 2012 přijala pravidla pro národní burzy týkající se výborů pro odměňování a jejich poradců (§ 952),¹²⁷ v roce 2015 přijala Komise pravidla týkající se zveřejňování poměru odměň (§ 953)¹²⁸ a navrhla pravidla pro odměňování za výkon (§ 953) a pro vrácení odměny managementu (§ 954). V roce 2018 přijala Komise pravidlo vyžadující zveřejnění zajišťovacích politik a postupů pro zaměstnance a management.¹²⁹

Co se týče soft law, byly vydány hned dvoje principy pro dobrou správu a řízení společností, jedny v roce 2016, aktualizované v roce 2018, a druhé v roce 2017. První z nich, *Commonsense Principles 2.0* (Principy zdravého rozumu, 2. vyd., dále jako „Principy zdravého rozumu“), říkájí hned v úvodu, že každá společnost je jiná a že tedy ne všechny společnosti přijmou všechny vytyčené principy. Tyto Principy zdravého rozumu byly podepsány více než 20 významnými výkonnými

¹²⁵UNGUREANU, Cristina, *G20: OECD Principles of Corporate Governance review*, 2015, [online]. [cit. 2019-02-25]. Dostupný z: <https://www.morrowsodali.com/attachments/1441797253-C.0053.pdf>

¹²⁶NUCCIO, Mark V., LOEWY, R., *Rolling Back the Dodd-Frank Reforms*, in: Harvard Law School Forum, 2018, [online]. [cit. 2019-02-26]. Dostupný z: <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/06/13/rolling-back-the-dodd-frank-reforms/>

¹²⁷Corporate Governance Issues, Including Executive Compensation Disclosure and Related SRO Rules.

¹²⁸USA Komise pro kontrolu cenných papírů, *Pay Ratio Disclosure*, 2015, [online]. [cit. 2019-02-25]. Dostupný z: <https://www.sec.gov/rules/final/2015/33-9877.pdf>

¹²⁹USA Komise pro kontrolu cenných papírů, *Disclosure of Hedging by Employees, Officers and Directors*, 2018, [online]. [cit. 2019-02-25]. Dostupný z: <https://www.sec.gov/rules/final/2018/33-10593.pdf>

řediteli některých největších amerických společností. V otevřeném dopise se zavázali k dodržování těchto Principů zdravého rozumu. Zaměřují se především na povinnosti, složení, zodpovědnost, vnitřní řízení a vedení boardu, na práva akcionářů, na veřejné výkaznictví, odměňování managementu nebo na roli investorů ve správě a řízení společností.¹³⁰

Druhými zmiňovanými jsou *Corporate Governance Principles For US Listed Companies* (dále jako „Principy správy a řízení pro americké kótované společnosti“). Principy správy a řízení pro americké kótované společnosti byly vydány na základě úsilí skupiny investorů, mezi které patří jedni z největších amerických institucionálních investorů a správců aktiv spolu s některými jejich mezinárodními protějšky. Tato skupina (Investor Stewardship Group) vytvořila iniciativu pro stanovení základního rámce správy a řízení společností pro institucionální investory a board. Rámec zahrnuje 6 principů, které jsou podle této skupiny fundamentální pro dobrou správu a řízení amerických kótovaných společností.¹³¹ Jsou to:

- 1) vedení je zodpovědné akcionářům,
- 2) akcionáři by měli mít hlasovací práva na základě jejich podílu,
- 3) vedení by mělo adekvátně reagovat na akcionáře a být proaktivní,
- 4) vedení by mělo mít silnou a nezávislou strukturu vedení,
- 5) vedení by mělo přijmout struktury a postupy, které zvýší jeho efektivitu a
- 6) vedení by mělo vyvinout strukturu pobídek pro management, které budou v souladu s dlouhodobou strategií společností.¹³²

Problémem téměř současného uvedení obou kodexů je, že investoři spolu nesouhlasí při definování toho, co vlastně jsou pravidla dobré správy a řízení. Oba dva kodexy vyžadují rozmanitý mix dovedností, delegování práce na kvalifikované výbory a procesu zhodnocení boardů. Oba též říkají, že si společnosti mohou vybrat možnost spojení osoby předsedy boardu a CEO. Ale je spousta bodů, ve kterých se kodexy rozcházejí, například schválili signatáři 1. kodexu řadu pravidel o odměňování exekutivních a neexekutivních ředitelů, včetně pojistky pro zpětné získání odměny,

¹³⁰SHARMA, A., DICKER, H., *Commonsense Principles 2.0: A Blueprint for U.S. Corporate Governance?*, in: Harvard Law School Forum, 2018, [online]. [cit. 2019-02-25]. Dostupný z:

<https://corpgov.law.harvard.edu/2018/10/30/commonsense-principles-2-0-a-blueprint-for-u-s-corporate-governance/>

¹³¹ISG, *About the Investor Stewardship Group and the Framework for U.S. Stewardship and Governance*, [online]. [cit. 2019-02-25]. Dostupný z: <https://isgframework.org/>

¹³²ISG, *Corporate Governance Principles For US Listed Companies*, 2017, [online]. [cit. 2019-02-25]. Dostupný z: <https://isgframework.org/corporate-governance-principles/>

čemuž se 2. kodex moc nevěnuje. Problémem je též vliv burz, přičemž jednotlivé burzy soutěží mezi sebou a nechtějí ukládat další požadavky, které by jim mohly zapříčinit ztrátu podniků.¹³³

8.3 Spojené království

Spojené království pokračovalo ve své silně zakořeněné tradici soft law kodexů a každé 2 roky svůj kodex aktualizovalo. Nejnovějším kodexem je revidovaný The UK Corporate Governance Code z roku 2018 (dále jako „Kodex 2018“).¹³⁴ Nový Kodex 2018 se nesnaží o vytvoření rigidních pravidel, ale o flexibilitu skrze pravidlo „dodržuj, nebo vysvětli“ a je na vedení, aby jej využilo správně. Kodex 2018 je teď kratší a přísnější. Co se týče obsahu Kodexu 2018, rozšiřuje definici řízení a vyzdvihuje povinnost mít kvalifikovaný board se zaměřením na jeho diverzitu, strategii sladěnou se zdravou kulturou společnosti nebo přiměřené odměňování, které podporuje dlouhodobý zájem společnosti. Kodex 2018 si klade za cíl zvýšit standardy správy a řízení společností, podporovat transparentnost a dlouhodobě přilákat investice do Spojeného království.

Hlavními změnami kodexu jsou pak především:

Změny týkající se zainteresovaných stran:

- Důraz na zlepšení kvality vedení a vztahů mezi společností a širším okruhem zainteresovaných stran.
- Board má zodpovědnost za zaměstnaneckou politiku a činnosti, které podpoří zdravou kulturu společnosti.
- Jednat se zaměstnanci skrze exekutivního ředitele jmenovaného z řad zaměstnanců, formální poradní panel zaměstnanců nebo určeným neexekutivním ředitelem nebo kombinací těchto možností nebo vysvětlit, proč byla zvolena jiná metoda.

Změny týkající se boardu:

- Důraz na nezávislost boardu a kladení konstruktivních námitek managementu.
- Větší uvážlivost ohledně zastávání funkcí ve více boardech u neexekutivních ředitelů.
- Zaměření na diverzitu, délku funkčního období boardu jako takového a jeho efektivní obměňování.

¹³³FOLEY, Stephen, *The battle of the US corporate governance codes*, in: Financial Times, 2017, [online]. [cit. 2019-02-25]. Dostupný z: <https://www.ft.com/content/e52f6f22-e93c-11e6-893c-082c54a7f539>

¹³⁴Financial Reporting Council, *The UK Corporate Governance Code*, 2018, [online]. [cit. 2019-02-27]. Dostupný z: <https://www.frc.org.uk/getattachment/88bd8c45-50ea-4841-95b0-d2f4f48069a2/2018-UK-Corporate-Governance-Code-FINAL.PDF>

- Odpovědnost výboru pro jmenování za efektivní obměňování vedení a podávání zpráv ohledně genderové vyváženosti ve vyšším managementu.
- Vyšší kvalita vnějšího zhodnocení boardu s důrazem na důležitost přímého kontaktu zhodnotitele a boardu s jeho jednotlivými členy.

Změny týkající se odměňování:

- Náročnější kritéria pro stanovení politiky a postupů odměňování.
- Jasnější podávání zpráv o odměňování, o tom, jak se shoduje se strategií společnosti, jejím dlouhodobým zájmem a jeho sladěním s odměňováním zaměstnanců.
- Board jedná nezávisle a rozvážně při stanovování odměn a bere v úvahu širší okolnosti.
- Předseda výboru pro odměňování by měl pracovat ve výboru alespoň 12 měsíců.

Kodex 2018 se zaměřuje na to, aby společnosti vykazovaly, nakolik se drží Kodexu 2018, a aby toto mohlo být zhodnoceno. Zároveň by společnost měla určit, jakým způsobem přispívá vedení k dlouhodobému úspěchu společnosti a splňování jejích cílů. Vysvětlování odchýlení se od Kodexu 2018 má být vnímáno jako pozitivní příležitost ke komunikaci, nikoliv jako svazující povinnost. Role investorů je pak konstruktivně jednat se společností o takových odchýleních od doporučených principů.¹³⁵

8.4 Česká republika

Podobu moderního corporate governance v České republice formuje od roku 2014 zákon o obchodních korporacích (dále jako „ZOK“)¹³⁶ ve spojení s novým občanským zákoníkem (dále jako „NOZ“).¹³⁷ ZOK nově uvedl možnost zvolit si mezi monistickou a dualistickou strukturou řízení společnosti a měnit ji podle § 397 změnou stanov. Konkrétní hlavní změny, které správa a řízení společností doznaly, jsou hlubší rozpracování smlouvy o výkonu funkce (§ 59 an. ZOK), větší rozpracování pojmu péče řádného hospodáře s novým pravidlem podnikatelského úsudku a zvláštní pozornost na odměňování a odpovědnost za škodu. (§ 51 an. ZOK, § 159 NOZ). To znamená, že management má povinnost jednat jako řádný hospodář, tj. pečlivě, informovaně a loajálně, ale na druhou stranu má možnost, vyvinut se z ní, když vznikne škoda, pokud prokáže, že vzhledem k

¹³⁵Financial Reporting Council, *Revised UK Corporate Governance Code 2018 highlights*, 2018, [online]. [cit. 2019-02-27]. Dostupný z: <https://www.frc.org.uk/getattachment/524d4f4b-62df-4c76-926a-66e223ca0893/2018-UK-Corporate-Governance-Code-highlights.pdf>

¹³⁶Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích)

¹³⁷Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník

okolnostem jednal s péčí řádného hospodáře a nemohl takovou škodu předpokládat. Dále je zákonem upraven střet zájmů tak, že vedení musí informovat o možném střetu zájmů, pokud se mezi ním a společností objeví (§ 54 ZOK). Nově zákon zavádí pravidlo, že pokud člen boardu porušuje své povinnosti a přivede společnost do úpadku, může být z rozhodnutí soudu vyloučen z funkce a nesmí nadále po 3 roky vykonávat funkci člena statutárního orgánu (§ 63 ZOK). K tomu se navíc pojí i ručení člena orgánu za dluhy společnosti, pokud bylo rozhodnuto o úpadku společnosti a pokud tomu člen v rozporu s péčí řádného hospodáře nezabránil (§ 68 ZOK).¹³⁸

Vedle těchto dvou uvedených zákonů je nutno zmínit i § 118 zákona o podnikání na kapitálovém trhu.¹³⁹ Ustanovení transponuje transparenční směrnici EU 2004/109/ES. V tomto paragrafu je stanoveno, co musí výroční zpráva vydaná emitentem obsahovat. Podporuje jasnost a srozumitelnost finančního výkaznictví tak, aby byl investorům podáván poctivý a věrný obraz o finanční situaci společnosti. Zpráva v sobě musí zahrnovat i zásady vnitřní kontroly, přístup emitenta k rizikům, složení boardu, principy odměňování, popis práv a povinností spojenými s akciemi, popis postupů rozhodování a další. Toto ustanovení zakotvuje zároveň pravidlo „dodržuj, nebo vysvětli“ ve vztahu ke kodexům řízení a správy společnosti, kterými se společnost řídí.

Mimo výše zmíněnou úpravu byl hard law v roce 2018 po 14 letech revidován a byl publikován i Kodex správy a řízení společností ČR 2018.¹⁴⁰ Kodex je inspirovaný Principy G20/OECD z roku 2015 a reflektuje evropskou i tuzemskou legislativu. Je zde uplatňováno pravidlo „dodržuj, nebo vysvětli“. Kodex se dělí do 10 kapitol: 1) Práva akcionářů, 2) Valná hromada, 3) Volené orgány, 4) Odměňování, 5) Představenstvo, 6) Dozorčí rada, 7) Spolupráce mezi představenstvem a dozorčí radou, 8) Správní rada a statutární ředitel, 9) Výbory, 10) Konflikt zájmů, insider trading, transparentnost, audit účetní závěrky a uveřejňování informací o správě a řízení společnosti. Dále má Kodex 2 přílohy. První příloha vymezuje kritéria nezávislosti pro členy orgánů a druhá vymezuje minimální obsah výkazu o správě a řízení. Je vidět, že Kodex z roku 2018 reaguje na finanční krizi a implementuje i moderní instituty corporate governance, jako jsou mechanismy na vrácení pohyblivé složky odměny vedení nebo doporučení na zřízení výboru pro řízení rizik. Je zjevné, že kodex reflektuje českou tradici dualistických zřízení u společností. Tomuto modelu věnuje 3 kapitoly, ale monistické pouze jednu. Kodex je platný od 1. 1. 2019. K němu by se měla přidat metodika, která je očekávaná na podzim 2019.

¹³⁸Správa obchodních korporací, [online]. [cit. 2019-02-27]. Dostupný z:

<http://obcanskyzakonik.justice.cz/index.php/obchodni-korporace/konkretni-zmeny/sprava-obchodnich-korporaci>

¹³⁹Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu

¹⁴⁰Czech Institute of Directors, *Kodex správy a řízení společností ČR (2018)*, 2018, ISBN 978-80-270-4403-0, [online]. [cit. 2019-02-27]. Dostupný z: <https://www.justice.cz/documents/12681/724488/Kodex+2018.pdf/5b226bfc-dd84-43d1-ad73-0de11358176d>

ZÁVĚR

Cílem této práce bylo zhodnotit právní a ekonomické aspekty corporate governance s ohledem na finanční krizi v letech 2007 až 2009. V úvodu jsem definoval pojem corporate governance a ukázal historii tohoto pojmu. Zamýšlení se nad koncepcí správy a řízení společností lze vystopovat od prvních východoindických společností, ale corporate governance jako institut se začíná využívat až od 2. poloviny 20. století. Dále jsem se zabýval modely a druhy správy a řízení společností. Monistický model je charakteristický pro angloamerické právní prostředí a dualistický pro kontinentální, přičemž pro první zmíněný model je charakteristická rozptýlená akcionářská struktura a pro druhý je typické vlastnictví většinových akcionářů. Následně jsem uvedl skandály Enron a WorldCom, neboť ty otrásly finančním světem ještě před krizí a poukázaly na potřebu reformace správy a řízení společností. Analyzoval jsem finanční krizi, které proběhla v minulém desetiletí, a poté jsem zkoumal dopady krize na corporate governance. Soustředil jsem se na Spojené státy, Spojené království, Českou republiku, tedy nutně i na Evropskou unii a na OECD, které pojí všechny země dohromady jako členy této mezinárodní organizace.

Skandály Enronu a WorldComu ukázaly světu, že pokud nebudou mechanismy na kontrolu vedení dostatečné, mohou vést ke zneužití moci pro svůj vlastní užitek a následky mohou být v dnešním globalizovaném světě velice závažné a mohou mít přesah i přes hranice. Obě společnosti patřily mezi giganty ve svém oboru a k největším americkým společnostem, takže byl jejich pád o to překvapivější. Pády těchto společností ukázaly palčivou potřebu regulovat finanční výkaznictví, audit, zakotvit větší odpovědnost managementu a celkově větší transparentnost. Reakce byla značná, USA reagovalo přijetím významného zákona Sarbanes-Oxley, který se pokusil nastavit pravidla tak, aby k podobným výsledkům již nedocházelo. Ve Spojeném království byl ve stejném duchu zrevidován kodex corporate governance, stejně jako v České republice, a dokonce i na úrovni OECD. Přijaté novely se týkaly především odpovědnosti vysokého managementu za finanční zprávy podávané společnostmi a nezávislejší, transparentnější a důležitější role externího auditu a vnitřní kontroly. Svět měl v tu chvíli radost, že problematiku corporate governance vyřešil a zabránil další případné krizi.

Opak byl ale pravdou; jen pár let po zavedení přísnějších opatření nastala globální finanční krize. Investoři hledali cesty, kam investovat své peníze. Wall Street našel způsob, jak propojit tyto investory s vlastníky hypoték, a sice skrze hypoteční cenné papíry. Soubory hypoték rozdělil na 3 části dle bezpečnosti a prodal adekvátně těm, kdo o dané části měli zájem. Celý mechanismus mohl skvěle fungovat, neboť ceny nemovitostí stále rostly, a pokud vlastníci nemovitostí přestali splácet,

získaly nemovitost banky. Všichni na tomto modelu bohatli a chtěli víc. Poskytovatelé hypoték začali nabízet hypotéky s menšími kritérii a ty získávali i méně důvěryhodní lidé. Problém nastal ve chvíli, kdy stále více méně důvěryhodných vlastníků nemovitostí přestalo splácet, a celá bublina splaskla, když se na trhu ocitlo příliš mnoho nemovitostí a příliš vysoká nabídka zapříčinila pokles jejich cen. Banky začaly bankrotovat, spousta lidí přišla o práci, úspory rodin zmizely a ekonomika státu zaznamenala prudký pokles. Je jasné, že jednou z markantních příčin bylo i nedostatečné jednání ze strany vedení. Banky v procesu nesmírně bohatly a nedávaly příliš pozor na možná rizika, společnosti se jevily jako velice úspěšné a odměny vrcholného managementu byly nesmírně vysoké.

Jak krize ukázala, nebyla regulace corporate governance dostatečná, ani přes jeho nedávnou revizi. OECD na krizi zareagovala akčním plánem, ze kterého vzešly 3 zásadní dokumenty týkající se správy a řízení společností. Kupodivu se neuchýlily k revizi vlastních doporučení, ale pouze vystopovaly příčiny krize. Přesto bylo z těchto dokumentů v mnohém čerpáno. Spojené státy odpověděly na krizi úplně jiným způsobem a vydaly objemný Dodd-Frankův zákon, který se aplikuje na celou škálu finančních sektorů, včetně corporate governance. Na britských ostrovech zrevidovali svůj kodex corporate governance, který obsahoval doporučené principy, jimiž se britské společnosti mají řídit. Spolu s ním byl vytvořen i přidáný Kodex pro správce, nahrazující přílohu C britského kodexu o vztahu společnosti a institucionálních investorů. V České republice nebyly dopady krize tak znatelné, ani po finanční stránce, ani po stránce správy a řízení společností. Čeští zákonodárci neviděli tedy takovou nutnost podniknout adekvátní kroky. Právní změny, které se nás dotkly, byly evropského charakteru a reakce na doporučení EU vypovídala o tom, že Česká republika má dostatečnou úpravu corporate governance a že není třeba ho přespříliš měnit.

Jak jsem v práci ukázal, spočívaly základní nedostatky corporate governance v odměňování, v řízení rizik, složení a praktikách boardu a výkonu akcionářských práv. Odměňování bylo jedním z vůbec nejpálčivějších problémů, jakým corporate governance čelilo. Velká potíž spočívala v tom, že odměny vrcholného managementu dosahovaly astronomický částek a poměr jejich odměn s mediánem všech ostatních zaměstnanců byl příliš velký. OECD poukazovala na potřebu správného nastavení systému odměny za výkon tak, aby ohodnocení odpovídalo postavení společnosti na trhu z dlouhodobého hlediska a aby management měl menší vliv na odměňování; zdůraznila též potřebu celkové transparentnosti tohoto systému. USA zvolily cestu skrze kontrolu akcionářů: Akcionáři se mají nezávazně vyjadřovat k odměňování vedení a celkové kontrole možných střetů zájmů. Velký důraz byl kladen na nezávislost těch, kteří rozhodují o odměňování, a zakotvena byla široká povinnost zveřejňování ohledně odměňování. Spojené království se více drželo doporučení OECD a zdůrazňovalo potřebu sladění odměn s dlouhodobými zájmy společnosti, a to i těmi, které nejsou finančního charakteru. Evropská unie zareagovala doporučeními a směrnicí, která se zabývala

především správným složením odměny a sladěním cílů vedení s cíli společnosti. Zmínil jsem taktéž, že Česká republika reagovala implementací směrnice vyhláškou ČNB.

Druhým velkým problémem bylo řízení rizik, které ukázalo, že společnosti nemají dostatečný mechanismus, kterým by odvrátili případné nebezpečí. OECD se snažilo dokázat, že kontrola byla příliš ex-post, že řízení rizik by mělo být více orientováno do budoucnosti a že by mělo být patřičně zveřejňováno. Spojené království zahrnuje risk management do svého Kodexu Corporate Governance, který poukázal na fakt, že řízení rizik je v rukou vedení, které je za něj zodpovědné. Proto uvádí, že efektivita systému řízení rizik by měla být vedením alespoň jednou ročně přezkoumávána. Česká republika se stejně jako USA rozhodla risk management přímo neregulovat, neboť obě země tíhnou k hard law úpravě, a jak můžeme vidět, je úprava řízení rizik OECD i Británie dosti abstraktní a nekonkrétní, a tedy těžko postihnutelná.

Co se týče praktik a činností boardu, můžeme opět vidět rozdíly. OECD poukázala na to, že by složení boardů mělo cílit ke kompetentnosti a efektivitě. Vyzdvihuje i důležitou otázku oddělení předsedy boardu a CEO nebo potřebu zpřísnit povinnosti boardu a zlepšit jejich vynucení. Spojené státy přejímají pravidlo „dodržuj, nebo vysvětli“ pro oddělení předsedy a CEO a zaměřují se na otázky vracení vyplacených odměn v případě, že se vrcholný management choval protiprávně. Spojené království reagovalo svými doporučeními pro praktiky a složení boardu. Velmi zdůrazňuje potřebu diverzifikace boardu, zveřejnění obchodního plánu společnosti a informace, jakým způsobem byl board zhodnocen. Největším společným doporučením je znovuzvolení správní rady každý rok.

Posledním významným společným aspektem, na který se regulace corporate governance po krizi zaměřila, je role akcionářů. OECD poukazuje na fakt, že akcionáři mají tendenci jednat reaktivně a pouze mechanicky a že zřídka kdy převzou aktivní roli při monitorování společnosti. Zároveň nabádá k odstranění veškerých překážek hlasování. Jak jsem zmínil výše, soustředí se Spojené státy více na roli akcionářů. Umožnily zavést pravidla, podle kterých mohou akcionáři nominovat své vlastní členy, pokud drží určité procento akcií. Zároveň je upravena i povinnost informovat akcionáře o možnosti zakoupení finančních instrumentů sloužících k vyvážení poklesu hodnoty účastnických cenných papírů, aby zároveň zabránili spekulacím akcionářů na poklesu akcií. Británie se zaměřila na vztah institucionálních investorů a společnosti a vytvořila kodex definující, jakou roli by měli vůči společnosti zastávat.

Obecně můžeme říci, že ani krize nerozbila tradici právních kultur daných zemí, neboť USA pokračovaly v regulaci správy a řízení společností na úrovni zákonů a Spojené království si udrželo politiku nezávazných kodexů s pravidlem „dodržuj, nebo vysvětli“. Zároveň můžeme vidět, že spousta ustanovení má dost abstraktní charakter, který značí, že corporate governance je institut, jenž je nesmírně složitý a rozmanitý. Není možné docílit univerzálního modelu pro všechny, lze jen říci,

co je správná správa, kterou se společnosti mají řídit, a konkrétní posouzení pak přenechat soudům nebo akcionářům a investorům. To je ostatně vidět i úpravách corporate governance, na které se dané státy zaměřily a které byly pro jejich danou právní kulturu nejpalčivější.

Na konci práce jsem ukázal, jak je na tom corporate governance v daných zemích dnes, popsal úpravu nových kodexů a určil zákony, které byly přijaty. Mohu říci, že hypotéza práce byla správná: Krize se nejvíce projevila v USA. Zde byl přijat Dodd-Frankův zákon, který odpovídal na celou finanční krizi. Ve Spojeném království byla provedena další revize kodexu, který už měl v Británii silně zakořeněnou tradici a který přinesl určité změny, nejednalo zde ovšem se o reformní akt. Česká republika byla krizí zasažena nejméně a její reakce byla opravdu nejmenší, většinou jen pod vlivem Evropské unie.

Seznam použitých zdrojů

1. Seznam použité právní úpravy:

Hard law:

ČNB, *Zpráva o finanční stabilitě 2008/2009*, [online]. [cit. 2019-02-24]. Dostupný z:
https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/financni_stabilita/zpravy_fs/fs_2008-2009/FS_2008-2009.pdf

Doporučení Komise 2009/384/ES ze dne 30. dubna 2009 o politice odměňování v odvětví finančních služeb, in: Úřední věstník, L 120, 15.5.2009, p. 22–27.

Doporučení Komise 2009/385/ES ze dne 30. dubna 2009, kterým se doplňují doporučení 2004/913/ES a 2005/162/ES, pokud jde o systém odměňování členů správních orgánů společností kótovaných na burze, in: Úřední věstník, L 120, 15.5.2009, p. 28–31.

Nařízení Rady (ES) č. 2157/2001 ze dne 8. října 2001, o statutu evropské společnosti (SE), in: Úřední věstník L 294, 10.11.2001, p. 1-21.

Směrnice Rady č. 2001/86/ES ze dne 8. října 2001, kterou se doplňuje statut evropské společnosti s ohledem na zapojení zaměstnanců, in: Úřední věstník L 294, 10.11.2001, p. 21-32.

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2006/46/ES ze dne 14. května 2006, kterou se mění směrnice Rady 78/660/EHS o ročních účetních závěrkách některých forem společností, 83/349/EHS o konsolidovaných účetních závěrkách, 86/635/EHS o ročních účetních závěrkách a konsolidovaných účetních závěrkách bank a ostatních finančních institucí a 91/674/EHS o ročních účetních závěrkách a konsolidovaných účetních závěrkách pojišťoven, in: Úřední věstník, L 224, 16.8.2006, p. 1–7.

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2006/43/ES ze dne 17. května 2006 o povinném auditu ročních a konsolidovaných účetních závěrek, o změně směrnic Rady 78/660/EHS a 83/349/EHS a o zrušení směrnice Rady 84/253/EHS, in: Úřední věstník, L 157, 9.6.2006, p. 87–107.

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES ze dne 21. dubna 2004 o trzích finančních nástrojů, o změně směrnice Rady 85/611/EHS a 93/6/EHS a směrnice Evropského parlamentu a Rady 2000/12/ES a o zrušení směrnice Rady 93/22/EHS, in: Úřední věstník, L 145, 30.4.2004, p. 1–44.

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2010/76/EU ze dne 24. listopadu 2010, kterou se mění směrnice 2006/48/ES a 2006/49/ES, pokud jde o kapitálové požadavky na obchodní portfolio a resekuritizace a o dohled nad zásadami odměňování in: Úřední věstník, L 329, 14.12.2010, p. 3–35.

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/95/EU ze dne 22. října 2014, kterou se mění směrnice 2013/34/EU, pokud jde o uvádění nefinančních informací a informací týkajících se rozmanitosti některými velkými podniky a skupinami, in: Úřední věstník, L 330, 15.11.2014, p. 1–9.

Stanovisko ČNB ke konzultačnímu materiálu Evropské komise „Green paper –Corporate governance in financial institutions and remuneration policies“, 2010, [online]. [cit. 2019-02-25].

Dostupný z:

https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/legislativni_zakladna/stanoviska_cnb/download/Opinion_Corporate_governance_CJ.pdf

USA, The Sarbanes-Oxley Act, [online]. [cit. 2019-02-10]. Dostupný z: <http://www.sox-online.com/the-sarbanes-oxley-act-full-text/>

USA, Banking Act (Glass-Steagall Act), 1933, [online]. [cit. 2019-03-06]. Dostupný z: <https://archive.org/details/FullTextTheGlass-steagallActA.k.a.TheBankingActOf1933>

USA, H.R. 4173 (111th Congress), Public Law No: 111-203, Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act ze dne 15. července 2010, (Dodd-Frankův zákon na reformaci Wall Streetu a ochranu spotřebitelů).

USA, Public Law 115-141, Securities Exchange Act of 1934, (zákon o cenných papírech z roku 1934).

Vyhláška ČNB č. 123/2007 o pravidlech obezřetného podnikání bank, spořitelních a úvěrních družstev a obchodníků s cennými papíry ve znění vyhlášky č. 282/2008 Sb., vyhlášky č. 380/2010 Sb., vyhlášky č. 89/2011 Sb. a vyhlášky č. 187/2012 Sb.

Zákon č. 627/2004 Sb., o evropské společnosti

Zákon č. 93/2009 Sb., o auditorech a o změně některých zákonů (zákon o auditorech)

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

Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník

Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu

Soft law:

Commission of the European Communities, *Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union - A Plan to Move Forward*, 2003, [online]. [cit. 2019-02-13].

Dostupný z: <https://www.mpo.cz/assets/dokumenty/26403/28029/310112/priloha004.pdf>

Committee on Corporate Governance, *Final Report*, Governance and Gee Publishing Ltd. 1997, ISBN 1 86089 034 2 [online]. [cit. 2019-02-02]. Dostupný z: <http://www.ecgi.org/codes/documents/hampel.pdf>

Committee on Corporate Governance, *Combined Code, Principles of good governance and code of the best practice*, 1998, [online]. [cit. 2019-02-02]. Dostupný z: http://www.ecgi.org/codes/documents/combined_code.pdf

Czech Institute of Directors, *Kodex správy a řízení společností ČR (2018)*, 2018, ISBN 978-80-270-4403-0, [online]. [cit. 2019-02-27]. Dostupný z: <https://www.justice.cz/documents/12681/724488/Kodex+2018.pdf/5b226bfc-dd84-43d1-ad73-0de11358176d>

ELIÁŠ, Karel, HAVEL, Bohumil, *Osnova občanského zákoníku. Osnova zákona o obchodních korporacích.*, Plzeň: Aleš Čeněk, 2009, ISBN 978-80-7380-205-9.

Financial Reporting Council, *The UK Corporate Governance Code*, 2010, [online]. [cit. 2019-02-21]. Dostupný z: <https://www.frc.org.uk/getattachment/31631a7a-bc5c-4e7b-bc3a-972b7f17d5e2/UK-Corp-Gov-Code-June-2010.pdf>

Financial Reporting Council, *Revisions to the UK Corporate Governance Code (Formerly the Combined Code)*, 2010, [online]. [cit. 2019-02-23]. Dostupný z: <https://www.frc.org.uk/getattachment/3c363c1c-76ff-4faf-8c7d-7d8aac801cd2/May-2010-report-on-Code-consultation.pdf>

Financial Reporting Council, *The UK Stewardship Code*, 2010, [online]. [cit. 2019-02-23]. Dostupný z: <https://www.frc.org.uk/getattachment/e223e152-5515-4cdc-a951-da33e093eb28/UK-Stewardship-Code-July-2010.pdf>

Financial Reporting Council, *The UK Corporate Governance Code*, 2018, [online]. [cit. 2019-02-27]. Dostupný z: <https://www.frc.org.uk/getattachment/88bd8c45-50ea-4841-95b0-d2f4f48069a2/2018-UK-Corporate-Governance-Code-FINAL.PDF>

Financial Reporting Council, *Revised UK Corporate Governance Code 2018 highlights*, 2018, [online]. [cit. 2019-02-27]. Dostupný z: <https://www.frc.org.uk/getattachment/524d4f4b-62df-4c76-926a-66e223ca0893/2018-UK-Corporate-Governance-Code-highlights.pdf>

Greenbury Recommendations [online]. Greenbury Committee, 1995, [online]. [cit. 2019-02-02]. Dostupný z: http://www.ecgi.org/codes/documents/greenbury_recommendations.pdf

HIGGS, Derek, *Review of the role and effectiveness of non-executive directors*, 2003, [online]. [cit. 2019-02-11]. Dostupný z:

<https://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20121106105616/http://www.bis.gov.uk/files/file23012.pdf>

LAROSIÈRE, de Jacques, The high-level group on financial supervision in the EU, Report (Larosièrova zpráva), 2009, [online]. [cit. 2019-02-24]. Dostupný z:

https://ec.europa.eu/info/system/files/de_larosiere_report_en.pdf

OECD Principles of Corporate Governance, 2004, [online]. [cit. 2019-02-13]. Dostupný z:

<http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>

OECD, *Corporate governance and the financial crisis*, [online]. [cit. 2019-02-15]. Dostupný z:

<http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/corporategovernanceandthefinancialcrisis.htm>

OECD Steering Group, *Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages*, 2009, [online]. [cit. 2019-02-16]. Dostupný z:

<http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/43056196.pdf>

OECD Steering Group, *Corporate Governance and the Financial Crisis: Conclusions and emerging good practices to enhance implementation of the Principles*, 2010, [online]. [cit. 2019-02-16].

Dostupný z: <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/44679170.pdf>

Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj, *Země G20/OECD - Principy správy a řízení společností*, Czech Institute of Directors, 2016, ISBN 978-80-270-0636-6, [online]. [cit. 2019-02-02]. Dostupné z:

https://www.mzv.cz/file/2247685/g20_principles_of_corporate_governance_cze.pdf

Sdělení Komise Evropskému parlamentu, Radě, Evropskému hospodářskému a sociálnímu výboru a Výboru regionů, Zpráva o politice hospodářské soutěže za rok 2011, /* COM/2012/0253 final */, [online]. [cit. 2019-04-07]. Dostupný z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/?uri=CELEX:52012DC0253>

USA Komise pro kontrolu cenných papírů, *Pay Ratio Disclosure*, 2015, [online]. [cit. 2019-02-25]. Dostupný z: <https://www.sec.gov/rules/final/2015/33-9877.pdf>

USA Komise pro kontrolu cenných papírů, *Disclosure of Hedging by Employees, Officers and Directors*, 2018, [online]. [cit. 2019-02-25]. Dostupný z: <https://www.sec.gov/rules/final/2018/33-10593.pdf>

USA Komise pro kontrolu cenných papírů, *Facilitating shareholder director nominations*, 2010, [online]. [cit. 2019-02-20]. Dostupný z: <https://www.sec.gov/rules/final/2010/33-9136.pdf>

2. Seznam použité literatury:

- BAINBRIDGE, Stephen M., *Corporate Governance after the Financial Crisis*, Oxford University Press, ISBN 978-0-19-977242-1.
- BAINBRIDGE, Stephen M., *Dodd-Frank: Quack Federal Corporate Governance Round II*, UCLA School of Law, 2010, Law-Econ Research Paper No. 10-12, 43 s., [online]. [cit. 2019-02-19]. Dostupný z: <https://ssrn.com/abstract=1673575>
- BAINBRIDGE, Stephen, M., *The Corporate Governance Provisions of Dodd-Frank*, UCLA School of Law, 2010, Law-Econ Research Paper No. 10-14., 13 s., [online]. [cit. 2019-02-18]. Dostupný z: <https://ssrn.com/abstract=1698898>
- BAŽANTOVÁ, Ilona, *The emergence and development of corporate governance as an economic and institutional phenomenon*, in: Journal of International Scientific Publications, 2015, 9. vyd., s. 167-178, ISSN: 1314-7242.
- BAŽANTOVÁ, Ilona, *Corporate social responsibility: from voluntary concept to mandatory reporting*, in: Journal of International Scientific Publications, 2018, 12. ročník, s. 78-87, ISSN: 1314-7242.
- BORKOVEC, Aleš. *Akciová společnost a rozptýlené vlastnictví.*, Praha: Leges, 2013, 232 s., ISBN 978-80-7502-019-2.
- BRICKLEY, J.A., COLES, J.L., JARRELL, G., *Leadership Structure: Separating the CEO and Chairman of the Board*, in: Journal of Corporate Finance, 1997, [online]. [cit. 2019-02-20]. Dostupný z: https://www.researchgate.net/publication/223842182_Leadership_Structure_Separating_the_CEO_and_Chairman_of_the_Board
- BUFFETT, Warren E., *Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc.*, in 2003 annual report of Berkshire Hathaway Inc., 2004, [online]. [cit. 2019-02-15]. Dostupný z: <http://www.berkshirehathaway.com/2003ar/2003ar.pdf>
- CORE, John E., HOLTHAUSEN, Robert W. a LARCKER David F, *Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance*, in: Journal of Financial Economics. 1999, 51. ročník, 3. vydání.
- CUONG, Nguyen Huu, *Factors Causing Enron's Collapse: An Investigation into Corporate Governance and Company Culture*, in: Corporate Ownership and Control, 8. ročník, 3. vydání, 2011, [online]. [cit. 2019-02-09]. Dostupný z:

https://www.researchgate.net/publication/228318972_Factors_Causing_Enron's_Collapse_An_Investigation_into_Corporate_Governance_and_Company_Culture

Český statistický úřad, *Hodnocení výkonnosti ekonomiky České republiky v širším kontextu*, 2015, [online]. [cit. 2019-02-24]. Dostupný z: <https://www.czso.cz/documents/10180/36380891/320288-15a01.pdf/4f11fa39-3e58-4d80-a638-25b736cac380?version=1.0>

DIBRA, Rezart, *Corporate Governance Failure: The Case Of Enron And Parmalat*, European Scientific Journal, 12. ročník, číslo 16, 2016, ISSN: 1857 – 7431, [online]. [cit. 2019-02-09]. Dostupný z: <http://eujournal.org/index.php/esj/article/view/7580>

FALEYE, Olubunmi, *Does One Hat Fit All? The Case of Corporate Leadership Structure*, in: Journal of Management and Governance, 2007, [online]. [cit. 2019-02-20]. Dostupný z: https://www.researchgate.net/publication/5151197_Does_One_Hat_Fit_All_The_Case_of_Corporate_Leadership_Structure

FOSTER, John Bellamy, MAGDOFF, Fred, *Velká finanční krize: Příčiny a následky*, Grimmus, 2009, ISBN 978-80-902831-1-4.

FREEMAN, R. Edward, *Stakeholder Theory of Modern Corporations*. In: *Ethical Theory and Business*. 2003, s. 38-48, [online]. [cit. 2019-02-02]. Dostupný z: <http://academic.udayton.edu/lawrenceulrich/Stakeholder%20Theory.pdf>

GORDON, Jeffrey N., *ESSAY "Say on pay": cautionary notes on the U.K. Experience and the case for shareholder opt-in*, 46 Harvard journal on legislation, 46 s., [online]. [cit. 2019-02-18]. Dostupný z: http://www.shareholderforum.com/sop/Library/20090626_Gordon.pdf

GOSSY, Gregor a WENTGES, Paul, *A stakeholder rationale for risk management: implications for corporate finance decisions*. Springer Science & Business Media, 2008, ISBN 978-3-8349-9758-6.

HEALY, Paul M., PALEPU, G. Krishna, *The Fall of Enron*, in: Journal of Economic Perspectives, 17. ročník, číslo 2, 2003, s. 3-26, [online]. [cit. 2019-02-09]. Dostupný z: <http://www.webcitation.org/5tZ0YEF6T>

HODSON, D., MABBETT, D., *UK Economic Policy and the Global FinancialCrisis: Paradigm Lost?*, in Journal of Common Market Studies, 47. ročník, číslo 5, 2009, 21 s., [online]. [cit. 2019-02-21]. Dostupný z: <http://www.bbk.ac.uk/politics/ourstaff/academic/JCMS2009bUKEconomicPolicyandtheGlobalFinancialCrisisParadigmLost.pdf>

- CHEFFINS, Brian R. *The History of Corporate Governance*. Oxford Handbook of Corporate Governance. Oxford University Press, 2013, 38 s., [online]. [cit. 2019-02-02]. Dostupný z: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1975404
- KIRKPATRICK, Grant, *The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis*, Financial Market Trends, OECD 2009, 30 s., ISSN: 1995-2864, [online]. [cit. 2019-02-02]. Dostupný z: <https://www.oecd.org/finance/financial-markets/42229620.pdf>
- KOLB, Robert, W., *Encyclopedia of Business Ethics and Society*, SAGE Publications Inc., 2008, ISBN 978-1-4129-1652-3
- Kolektiv autorů, *Ekonomie regulace: Lekce z globální finanční krize*, nakladatelství Vladimír Lelek, 2010, 112 s., ISBN: 978-80-904837-0-5.
- Kolektiv autorů, *Comply or Explain 20th Anniversary of the UK Corporate Governance Code*, Financial Reporting Council, 2012, 64 s., [online]. [cit. 2019-02-11]. Dostupný z: https://www.frc.org.uk/getattachment/06870154-78a0-44f5-a1c5-48b42f860049/FRC-Essays_Comply-or-Explain.pdf
- Kolektivní monografie, *Corporate governance*, Praha: Wolters Kluwer, 2015, 280 s., ISBN: 978-80-7478-654-9.
- MALLIN, Christine A., *Corporate Governance*, Oxford University Press, 6. vyd., 2019, ISBN 978-0-19-253873-4.
- MITCHELL, Lawrence E., *The Sarbanes-Oxley Act and the Reinvention of Corporate Governance*, in: Villanova Law Review, 48. ročník, 4. vydání, [online]. [cit. 2019-02-11]. Dostupný z: <https://digitalcommons.law.villanova.edu/vlr/vol48/iss4/8>
- O'DWYER, Aidan, *Corporate Governance after the financial crisis: The role of shareholders in monitoring the activities of the board*, in Aberdeen Student L. Rev., 2014, 23 s., [online]. [cit. 2019-02-23]. Dostupný z: https://www.abdn.ac.uk/law/documents/Corporate_Governance_after_the_financial_crisis.pdf
- PASS, Christopher, *The revised Combined Code and corporate governance: An empirical survey of 50 large UK companies*, in: Managerial Law, 2006, [online]. [cit. 2019-02-12]. Dostupný z: https://www.researchgate.net/publication/235310576_The_revised_Combined_Code_and_corporate_governance_An_empirical_survey_of_50_large_UK_companies
- ROMANO, Roberta, *The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance*, New York University Law and Economics Working Papers. 3, 2004, [online]. [cit. 2019-02-11]. Dostupný z: https://lsr.nellco.org/nyu_lewp/3

SANCHEZ Maria, *Fall of WorldCom: A Critical Analysis*, in: Research Methodology, 2016, [online]. [cit. 2019-02-10]. Dostupné z: <https://research-methodology.net/fall-of-worldcom-a-critical-analysis-2/>

SUCHAN, Stefan W., *Post-Enron: U.S. and German Corporate Governance*, in: Cornell Law School Graduate Student Papers, Paper 4, 2004, [online]. [cit. 2019-02-10]. Dostupný z: https://scholarship.law.cornell.edu/lps_papers/4

The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, *The Financial Aspects of Corporate Governance*, 1992, 90 s., [online]. [cit. 2019-03-16]. Dostupný z: <http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>

VASUDEV, P. M., WATSON, Susan, *Corporate Governance after the Financial Crisis*, 2012, [online]. [cit. 2019-02-18]. Dostupný z: https://www.researchgate.net/publication/256013042_Corporate_Governance_after_the_Financial_Crisis

VEBER, Jaromír a kolektiv, *Management, Základy moderní manažerské přístupy výkonnost a prosperita*, 2. aktualizované vydání, Management Press, 2009, ISBN 978-80-7261-200-0.

3. Seznam použitých internetových zdrojů:

Analytický tým České spořitelny, *ČS o kvantitativním uvolňování: Tisknout je snadné*, in: Ekonomický deník, 2016, [online]. [cit. 2019-02-02]. Dostupný z: <http://ekonomicky-denik.cz/cs-o-kvantitativnim-uvolnovani-tisknout-je-snadne/>

BERESFORD, Dennis R., KATZENBACH, Nicolas deB., ROGERS Jr., C.B., *Report of Investigation by The Special Investigative Committee of the Board of Directors of Worldcom, Inc.*, Securities and Exchange Commission, 2003, [online]. [cit. 2019-02-10]. Dostupný z: https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/723527/000093176303001862/dex991.htm#ex991902_7

Board of Governors of the Federal Reserve System, *Policy Tools*, 2018, [online]. [cit. 2019-02-02]. Dostupný z <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/openmarket.htm>

CASEY, Warren J., LEU, Richard, *United States: New Executive Compensation Disclosures Under Dodd-Frank*, 2010, [online]. [cit. 2019-02-19]. Dostupný z: <http://www.mondaq.com/unitedstates/x/106962/Directors+Officers/New+Executive+Compensation+Disclosures+>

Code of Federal Regulations, Part 240, General Rules and Regulations, Securities Exchange Act of 1934, §240.12b-2, [online]. [cit. 2019-02-18]. Dostupný z: <https://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?node=17:4.0.1.1.1&rgn=div5>

COLOMBO, Jesse, *The Dot-com Bubble*, 2012, [online]. [cit. 2019-02-02]. Dostupný z: <http://www.thebubblebubble.com/dot-com-bubble/>

European Corporate Governance Institute, *Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union - A Plan to Move Forward*, [online]. [cit. 2019-02-13]. Dostupný z: <http://www.ecgi.org/commission/>

FOLEY, Stephen, *The battle of the US corporate governance codes*, in: *Financial Times*, 2017, [online]. [cit. 2019-02-25]. Dostupný z: <https://www.ft.com/content/e52f6f22-e93c-11e6-893c-082c54a7f539>

GREELY, Mary-Laura, GREENE, Pamela, *"Say on pay" has its day?*, Associated Press, 2008, [online]. [cit. 2019-02-15]. Dostupný z: http://www.shareholderforum.com/sop/Library/20080919_Deal.htm

GUERRERA, Fancesco and THAL-LARSEN, Peter, *Gone by the Board: why the directors of big banks failed to spot credit risks*, *Financial Times*, 2008, [online]. [cit. 2019-02-02]. Dostupný z: <https://www.ft.com/content/6e66fe18-42e8-11dd-81d0-0000779fd2ac>

GÚRRÍA, Angel, *Responses to the economic and financial crisis and the road to recovery*, 2009, [online]. [cit. 2019-02-15]. Dostupný z: <http://www.oecd.org/countries/peru/responsestotheeconomicandfinancialcrisisandtheroadtorecovery.htm>

Higgs Reforms Implication Over Non Executive Directors, Law Teacher, 2018, [online]. [cit. 2019-02-12]. Dostupný z: <https://www.lawteacher.net/free-law-essays/business-law/higgs-reforms-implication-over-non-executive-directors-business-law-essay.php#ftn13>

ISG, *About the Investor Stewardship Group and the Framework for U.S. Stewardship and Governance*, [online]. [cit. 2019-02-25]. Dostupný z: <https://isgframework.org/>

ISG, *Corporate Governance Principles For US Listed Companies*, 2017, [online]. [cit. 2019-02-25]. Dostupný z: <https://isgframework.org/corporate-governance-principles/>

JARVIS, Jonathan, LEVOFF John, *Crisis of credit Visualized*, Art Center College of Design, [online]. [cit. 2019-02-02]. Dostupný z: <http://www.crisisofcredit.com/>

KÚDELKOVÁ, Michaela, BRENNEROVÁ, Patricie, *Corporate Governance*, Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR, 2006, [online]. [cit. 2019-02-13]. Dostupný z: <https://www.mpo.cz/dokument11127.html>

Ministerstvo průmyslu a obchodu. *Corporate governance – správa a řízení společností*. 2006 [online]. [cit. 2019-02-02]. Dostupné na: <http://www.mpo.cz/dokument2566.html>

NUCCIO, Mark V., LOEWY, R., *Rolling Back the Dodd-Frank Reforms*, in: Harvard Law School Forum, 2018, [online]. [cit. 2019-02-26]. Dostupný z: <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/06/13/rolling-back-the-dodd-frank-reforms/>

PEARCE, Caroline, *An Overview Of The Higgs Report On The Role And Effectiveness Of Non-Executive Directors*, Barlow Lyde & Gilbert LLP, 2003, [online]. [cit. 2019-02-12]. Dostupný z: <http://www.mondaq.com/uk/x/20293/Audit/An+Overview+Of+The+Higgs+Report+On+The+Role+And+Effectiveness+Of+NonExecutive+Directors>

Practical Law, *Combined Code review: UK Corporate Governance Code*, 2010, [online]. [cit. 2019-02-21]. Dostupný z: [https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/8-502-2682?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true&comp=pluk&bhcp=1](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/8-502-2682?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true&comp=pluk&bhcp=1)

Robinson & Cole LLP, *SEC's Proxy Access Rule Vacated; Shareholder Proposals Regarding Proxy Access Permitted*, 2011, [online]. [cit. 2019-02-20]. Dostupný z: <http://www.rc.com/publications/upload/2082.pdf>

SHARMA, A., DICKER, H., *Commonsense Principles 2.0: A Blueprint for U.S. Corporate Governance?*, in: Harvard Law School Forum, 2018, [online]. [cit. 2019-02-25]. Dostupný z: <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/10/30/commonsense-principles-2-0-a-blueprint-for-u-s-corporate-governance/>

Správa obchodních korporací, [online]. [cit. 2019-02-27]. Dostupný z: <http://obcanskyzakonik.justice.cz/index.php/obchodni-korporace/konkretni-zmeny/sprava-obchodnich-korporaci>

Stálá mise České republiky při OECD v Paříži, *Principy OECD pro správu a řízení podniků (Corporate Governance)*, 2015, [online]. [cit. 2019-02-02]. Dostupný z: https://www.mzv.cz/oecd.paris/cz/zakladni_informace_o_oecd/instrumenty_oecd/principy_oecd_pr_o_spravu_a_rizeni.html

- ŠPERKOVÁ, Kateřina, *Systém vnitřní struktury akciové společnosti po rekonstrukci - dualistická a monistická struktura řídicích orgánů*, 2014, [online]. [cit. 2019-03-16]. Dostupný z: <https://www.epravo.cz/top/clanky/system-vnitri-struktury-akciové-spolecnosti-po-rekodifikaci-dualisticka-a-monisticka-struktura-ridicich-organu-94068.html>
- TRAN, Mark, *WorldCom goes bankrupt*, The Guardian, 2002, [online]. [cit. 2019-02-10]. Dostupný z: <https://www.theguardian.com/world/2002/jul/22/qanda.worldcom>
- UK Office for National Statistics, *The 2008 recession 10 years on*, 2018, [online]. [cit. 2019-02-21]. Dostupný z: <https://www.ons.gov.uk/economy/grossdomesticproductgdp/articles/the2008recession10yearson/2018-04-30>
- UNGUREANU, Cristina, *G20: OECD Principles of Corporate Governance review*, 2015, [online]. [cit. 2019-02-25]. Dostupný z: <https://www.morrowsodali.com/attachments/1441797253-C.0053.pdf>
- University of Cambridge, Judge Business School, *Further corporate governance reports*, [online]. [cit. 2019-02-02]. Dostupný z: <http://cadbury.cjbs.archios.info/report/further-reports>
- U.S. Securities and Exchange Commission, *Corporate Governance Issues, Including Executive Compensation Disclosure and Related SRO Rules*, [online]. [cit. 2019-02-18]. Dostupný z: <https://www.sec.gov/spotlight/dodd-frank/corporategovernance.shtml>
- USA Komise pro kontrolu cenných papírů, *SEC Adopts Rule for Pay Ratio Disclosure*, [online]. [cit. 2019-02-19]. Dostupný z: <https://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-160.html>
- WELCH, Megan Carol, *Sarbanes-Oxley Act of 2002 and Its Impact on Corporate America*, University of Tennessee Honors Thesis Projects, 2006, [online]. [cit. 2019-02-11]. Dostupný z: https://trace.tennessee.edu/utk_chanhonoproj/1025

Seznam zkratk:

USA – The United States of America, Spojené státy americké

UK – United Kingdom, Spojené království Velké Británie a Severního Irska

ČR – Česká republika

EU – Evropská unie

OECD - Organisation for Economic Co-operation and Development, Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj

CDO – Collateralized Debt Obligation, zajištěná hypoteční obligace

CEO – chief executive officer, vrcholný exekutivní ředitel

CFO – chief financial officer, vrcholný finanční ředitel

OZ – občanský zákoník

ZOK – zákon o obchodních korporacích

ZPKT – zákon o podnikání na kapitálovém trhu

SEC – Securities and Exchange Commission, Komise pro kontrolu cenných papírů Spojených států

Abstrakt

Ekonomické a právní aspekty corporate governance s ohledem na dopady finanční krize v letech 2007-2009

Tato práce se zabývá dopadem finanční krize, která probíhala v letech 2007 až 2009, na správu a řízení společností s bližším zaměřením na Spojené státy, Spojené království a Českou republiku, ale i na OECD nebo Evropskou unii. Už před krizí ukázaly pády společností jako Enron nebo WorldCom potřebu regulovat správu a řízení společností, ale reakce na tyto skandály nebyly dostatečné, neboť nedokázaly zabránit finanční krizi o pár let později. S finanční krizí se pojí i krize corporate governance a cílem této práce je zanalyzovat tuto krizi a její řešení.

Práce je rozdělena do 8 kapitol, přičemž první kapitola stručně definuje pojmy a uvádí do problematiky správy a řízení společností a druhá kapitola stručně popisuje příčiny a průběh finanční krize. Další kapitoly se věnují zkoumání dopadů krize na správu a řízení společností. Hlavními tématy, která řeším, jsou odměňování, řízení rizik, praktik a odpovědnosti vedení a role akcionářů. Poslední kapitola je věnována dnešnímu stavu správy a řízení společností a jeho posunu od dob finanční krize. Závěr shrnuje poznatky a autorovu odpověď na vytyčené otázky.

Klíčová slova

corporate governance, finanční krize, odměňování

Abstract

Economic and Legal Aspects of Corporate Governance with regard to the Impacts of the Financial Crisis in 2007 – 2009

This thesis deals with the impact of the financial crisis that occurred from 2007 to 2009 on corporate governance of the United States, the United Kingdom, the Czech Republic, the OECD and the European Union. Even before the financial crisis, companies like Enron or WorldCom have already shown the need to regulate corporate governance but the responses to those bankrupts have not been sufficient because they could not prevent the financial crisis a few years later. The financial crisis is regarded as well as a crisis of corporate governance and the aim of this work is to analyze this crisis and its solution.

The thesis is divided into 8 chapters, where the first chapter briefly gives definitions introduces the issues of corporate governance and the second chapter briefly describes the causes and course of the financial crisis. The next chapters deal with the impact of the crisis on corporate governance where the main topics addressed are compensation, risk management, practices and responsibilities of the board and the role of shareholders. The last chapter is devoted to description of corporate governance and its shift since the financial crisis. Finally, the conclusion summarizes the findings and the author's answer to the questions.

Keywords

corporate governance, financial crisis, compensation