

Univerzita Karlova v Praze
Právnická fakulta

Aleš Borkovec

Rozptýlené vlastnictví akcií

Dispersed Ownership of Shares

DISERTAČNÍ PRÁCE

Školitel: Prof. JUDr. Jan Dědič

Katedra: Obchodního práva

Datum vypracování práce (uzavření rukopisu): 31. srpna 2013

Prohlášení

Prohlašuji, že jsem tuto disertační práci sepsal samostatně za použití zdrojů a literatury v ní uvedených, že všechny prameny a literatura v ní použité byly řádně citovány a že tato práce nebyla využita k získání jiného nebo stejného titulu."

V Praze dne 10. října 2013

Mgr. Ing. Aleš Borkovec

Poděkování

Chtěl bych velmi poděkovat profesorovi Janu Dědičovi, jehož vědecká erudovanost byla pro mne velkou inspirací a jehož kolegalita byla pro mne velkým povzbuzením pro pokračování v psaní této disertační práce.

Obsah

Poznámka k použité terminologii.....	8
Poznámka k technickému zpracování.....	9
1 Úvod.....	11
1.1 Základní vymezení rozsahu práce.....	11
1.2 Cíl práce.....	12
1.3 Použité vědecké metody.....	12
2 Historie akciové společnosti.....	13
2.1 Geneze organizovaných ekonomických entit.....	13
2.1.1 Starověký Řím.....	13
2.1.2 Středověká Evropa.....	14
2.2 Geneze a vzestup společností.....	15
2.2.1 Dvojitá cesta k akciové společnosti.....	15
2.2.2 První velké společnosti na britských ostrovech.....	18
2.2.3 První velké společnosti v kontinentální Evropě.....	21
2.3 Symbióza státu a společností.....	25
2.3.1 Monopol.....	25
2.3.2 Veřejné finance.....	29
2.3.3 Doba určitá.....	31
2.3.4 První regulace.....	31
2.4 Cesta k obecné právní úpravě společností.....	32
2.4.1 Joint-stock ventures.....	32
2.4.2 Obecné zákony o akciových společnostech.....	33
2.4.3 Charta versus registrace.....	36
2.4.4 Ručení omezené a neomezené.....	38
3 Fenomén rozptýleného vlastnictví.....	41
3.1 Dominance velkých akciových společností.....	41
3.1.1 Nárůst velikosti.....	41
3.1.2 Velikost jako výhoda.....	43
3.2 Geneze corporate governance.....	46
3.2.1 Vliv investorů na řízení.....	46
3.2.2 Investorská struktura.....	48
3.3 Moderní corporate governance.....	50

3.3.1	Systémy corporate governance.....	50
3.3.2	Konvergence obou systémů.....	53
3.3.3	Rozptýlené vlastnictví a rozvinutost ekonomiky	55
3.4	Neprávní příčiny systému vlastnictví.....	56
3.4.1	Sociální kapitál.....	56
3.4.2	Historický vývoj společností	58
3.4.3	Politická ideologie	62
3.4.4	Kulturní bariéry.....	63
3.4.5	Psychologické důvody.....	64
3.4.6	Velikost trhu	65
4	Právní předpoklady pro rozptýlené vlastnictví.....	67
4.1	Právo obecně.....	67
4.1.1	Význam právní regulace.....	67
4.1.2	Common law versus civil law	69
4.1.3	Angažovanost státních orgánů	71
4.2	Korporátní právo a právo kapitálového trhu.....	74
4.2.1	Monistický versus dualistický model.....	74
4.2.2	Spolurozhodování zaměstnanců.....	77
4.2.3	Fiduciární povinnosti	78
4.2.4	Prolomení omezeného ručení.....	82
4.2.5	Fundamentální změny ve struktuře společnosti.....	84
4.2.6	Nezávislí direktori	88
4.3	Odměňování manažerů.....	94
4.3.1	Ekonomické souvislosti.....	94
4.3.2	Reformní tendence.....	97
4.3.3	Dodd-Frank Act	104
4.3.4	Princip „say on pay“	108
4.3.5	Srovnání právních úprav	112
4.3.6	Shrnující úvaha	114
4.4	Další odvětví práva	115
4.4.1	Finanční právo	115
4.4.2	Právo hospodářské soutěže.....	119
4.4.3	Insolvenční právo	120
4.4.4	Pracovní právo a právo sociálního zabezpečení.....	122
4.4.5	Správní právo	123

4.4.6 Trestní právo	127
5 Závěr	131
Seznam zdrojů	137
Resumé	151
Vysvětlivky.....	155

Poznámka k použité terminologii

V práci použitá terminologie je ve své většině shodná s terminologií používanou v současné době v českém právním prostředí. Jednotlivé termíny jsou tedy používány stejně, jako je to běžné v českých právnických publikacích, zejména pak v publikacích z oblasti obchodního práva. Termíny definované v obchodním zákoníku jsou v práci použity se stejným obsahem. K výše uvedenému pravidlu existuje několik výjimek, případně je třeba doplnit několik poznámek, což je provedeno níže.

V práci bylo třeba nalézt vhodný termín, který by nahradil pojem „firma“ tak, jak je tento používán v anglosaském prostředí, respektive, jak je chápán v češtině v obecném jazyce a jazyce ekonomů. Autor této práce se rozhodl termín „firma“ neužívat o své vůli téměř vůbec. V textu práce je tak termín „firma“ v obecném či „ekonomickém“ smyslu použit pouze několikrát, a to v přímé citaci cizího zdroje a v situaci, kdy mohl být pouze obtížně nahrazen. Namísto pojmu „firma“ v obecném slova smyslu či v ekonomickém pojetí, respektive ve smyslu, ve kterém je používán v anglicky psané literatuře (nikoli tedy ve smyslu podle současného českého práva – viz § 8 odst. 1 obch. zák.) je v práci použit, jako termín velmi blízký, termín „ekonomická entita“.

Ekonomická entita je v této práci chápána jako organizovaný soubor majetku a osob (v konečném důsledku fyzických osob). Osoby v ekonomické entitě mohou být ve vztahu nadřízenosti a podřízenosti nebo také v postavení rovnocenných smluvních stran. Ekonomická entita může mít subjektivitu, avšak není to podmínkou. Ekonomickou entitou tak může být podnik ve smyslu ustanovení § 5 obch. zák., skupina obchodních společností nebo i jakýkoli vztah investor--manažer. Ekonomickou entitu však netvoří vztah věřitele a jeho dlužníka, ve kterém se výše pohledávky věřitele neodvíjí od zisku dlužníka. Naopak všichni podnikatelé podle § 2 obch. zák., jakožto ekonomické subjekty, jsou zároveň ekonomickými entitami.

Pojem „vlastník“ je v práci používán i v širším slova smyslu, tedy nejen pro vlastníka v právním slova smyslu. Termín „vlastník“ je tak často shodný s pojmem „beneficiant“. Podobně jako u pojmu „vlastník“, tak i u pojmu „vlastnictví“ nemusí jít vždy o vlastnictví v právním slova smyslu, ale může jít i o „ekonomické vlastnictví“. S tím související, v práci hojně používané, pojmy „rozptýlené vlastnictví“ a „koncentrované vlastnictví“ jsou používány ve smyslu, ve kterém jsou používány v anglosaském prostředí.

V rámci výše uvedených úvah se odvíjela i volba názvu této disertační práce. Nakonec byl zvolen kompromisní název práce, který je sice užší než termín „rozptýlené vlastnictví“, tak jak je používáno v anglicky psaných odborných textech, nicméně je precizně v souladu s pojetím vlastnictví podle českého právního řádu. Termíny „rozptýlené vlastnictví“ a „koncentrované vlastnictví“, vycházejí sice z rozdílné akcionářské struktury, avšak svým obsahem nejsou omezeny pouze na rozptýlenou či koncentrovanou akcionářskou strukturu, ale vztahují se k rozdílným systémům *corporate governance* s těmito akcionářskými strukturami spojenými.

Používání termínů „rozptýlené vlastnictví“ a „koncentrované vlastnictví“ je také v souladu s ekonomickou podstatou akciových společností, kdy jejich aktiva jsou sice v právním vlastnictví akciové společnosti, jakožto právní osoby, nicméně ekonomické benefity z těchto aktiv inkasují akcionáři společnosti. Jakkoli tedy nelze striktně právně ztotožnit subjekt s věcí, je pohled na akciovou společnost jako na věc z teoretického hlediska výstižný, dobře vyjadřuje její podstatu a je dobrou pomůckou pro vysvětlení souvisejících jevů.

Pod termín „správní orgány“ (akciové) společnosti jsou podřazeny: (a) správní rada v monistickém systému a (b) představenstvo a dozorčí radu v dualistickém systému. Tato terminologie vychází z logiky, že zatímco v monistickém systému jsou funkce řídicí a monitorovací sloučeny do jednoho orgánu – správní rady, pak v dualistickém systému jsou funkce správní rady rozděleny mezi představenstvo, které má řídicí funkci, a dozorčí radu, která má monitorovací funkci. Z této logiky plyne, že pokud je tedy správní rada nazývána správním orgánem, je možné použít termín správní orgán jak pro představenstvo, tak i pro dozorčí radu, jako orgány *de facto* rozdělené správní rady.

Termín „*corporate governance*“, považuje autor natolik zdomácněný v českém prostředí, že jej v práci běžně používá, aniž by jej zpravidla překládal. Termín „*corporate governance*“ se do češtiny překládá jako „správa akciových společností“, případně pak jako „správa a řízení akciových společností“. Všechny tyto termíny jsou v práci používány *promiscue*.

Pojem „manažer“ je v textu používán zpravidla v užším pojetí, které zahrnuje pouze exekutivní manažery, kteří společnost dennodenně řídí, nicméně z konkrétního textu může vyplývat, že tento pojem zahrnuje i členy správních orgánů, případně osoby, které jsou v obdobném postavení. Termín „direktor“ je v textu používán pro člena správní rady.

Poznámka k technickému zpracování

Ve výkladovém textu práce nejsou téměř používány zkratky. Výjimkou jsou zkratky notoricky známé (obecně anebo v právnickém prostředí) a zkratky pro právní předpisy, u nichž autor této práce použil následující zkrácení pro uvedené právní předpisy:

„obch. zák.“	pro	zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník
„obč. zák.“	pro	zákon č. 40/1964 Sb., občanský zákoník
„zák. o podn. na kap. trh.“	pro	zákon č. / Sb., o podnikání na kapitálovém trhu
„nov. obč. zák.“	pro	zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník
„zák. o obch. korp.“	pro	zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích)

Všechny výše uvedené přepisy jsou citovány ve znění účinném ke dni 31. srpna 2013, anebo pokud nebyly k tomuto dni účinné, ve znění platném k tomuto dni.

Pro některé měny jsou v práci zavedeny následující symboly a zkratky (pro větší přehlednost v textu):

Kč	...	koruna česká
€	...	euro
£	...	britská libra
\$...	americký dolar

Názvy států, ať už v originále anebo (to z drtivé většiny) v překladu jsou psány standardním písmem, zatímco názvy společností či jiných subjektů jsou psány kurzívou. Kurzívou jsou psány i názvy institucí v originálním jazyce, stejně tak i názvy cizojazyčných zákonů a dalších právních předpisů.

Poznámky pod čarou

Poznámky pod čarou uváděné číslem jsou v práci vyhrazeny výhradně pro citování zdrojů, z nichž jsou čerpány informace, u kterých je uveden odkaz v textu. Pokud z kontextu neplyne něco jiného, pak platí následující pravidla. Odkaz, který je proveden na konci věty, se vztahuje na celou větu. Odkaz, který je proveden na konci celého odstavce se vztahuje na celý odstavec, pokud není v odstavci další jiný odkaz. Pokud je citováno doslovně, pak je doslovně citovaný text vymezen uvozovkami. Pokud je věta ukončena dvojtečkou, vztahuje se odkaz, který je bezprostředně za dvojtečkou, také na text následující za dvojtečkou.

Poznámky pod čarou uváděné jednou nebo více hvězdičkami odkazují na jiné strany textu této práce a tím slouží k lepší orientaci v celé práci.

Seznam zdrojů

Zdroje v Seznamu zdrojů jsou u autorských zdrojů (tj. s uvedením autora) řazeny abecedně (písmeno „Ch“ je ignorováno) podle příjmení a jména autora, respektive podle příjmení a jména prvního z autorů. Takto seřazené publikace jsou pak u jednotlivých autorů řazeny chronologicky od nejstaršího k nejnovějšímu. Zdroje neautorské jsou řazeny abecedně.

U jednotlivých periodik není rozlišováno mezi *issue* a *number*, pro obě anglická označení jednotlivých vydání periodik je použita zkratka *No*.

Vysvětlivky

Vysvětlivky na konci výkladového textu jsou pak použity k detailnějšímu informování o materii, která není přímo meritorní problematikou, kterou se zabývá tato práce. Vysvětlivky tak pomohou čtenáři k bližšímu osvětlení materie, zároveň pak jejich použití umožňuje nezatížit samotný text práce přílišnými detaily, odbočkami či intermezzy.

Ve vysvětlivkách jsou zdroje identifikovány pouze příjmením autora, případně číslem knihy, a rokem vydání jeho publikace.

1 Úvod

1.1 Základní vymezení rozsahu práce

V polovině devadesátých let 20. století se začaly objevovat vědecké publikace, které upozorňovaly na skutečnost, že *corporate governance* není celosvětově stejné, ale naopak, že systémy správy akciových společností se v jednotlivých zemích či částech světa zásadně odlišují. Zásadní odlišnost fungování *corporate governance* pak vychází z rozdílné akcionářské struktury. S každou z obou akcionářských struktur pak souvisejí ostatní aspekty správy akciových společností.

V globálním měřítku existují vedle sebe dva systémy „vlastnictví“, které jsou spojeny s rozlišnými systémy *corporate governance*:

- Rozptýlený vlastnický systém (*Dispersed Ownership System*)
 - charakterizován velkým množstvím pouze drobných akcionářů
- Koncentrovaný vlastnický systém (*Concentrated Ownership System*)
 - charakterizován existencí dominantního (kontrolního) akcionáře

Výzkum ohledně soupeření a nadvlády výše specifikovaných systémů *corporate governance* pokračoval i na začátku 21. století. Z hlediska vymezení jednotlivých pohledů na problematiku *corporate governance* spojenou s rozptýleným či s koncentrovaným vlastnictvím lze z publikovaných zdrojů, se kterými se zároveň měl autor této práce možnost se seznámit, vymezit následující vysvětlující hypotézy, které byly zkoumány, případně potvrzeny či vyvráceny, zejména v závorkách uvedenými badateli, přičemž někteří badatelé předložili vědecké obci více v úvahu připadajících hypotéz:

1. Sociologická hypotéza
(Robert Putnam, Francis Fukuyama)
2. Právní hypotéza – právní rodiny
(Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer a Robert Vishny)
3. Právní hypotéza – systém práva
(Paul G. Mahoney)
4. Politický systém
(Lucian A. Bebchuk, Mark J. Roe)
5. Historická hypotéza (*Path Dependence*)
(Lucian A. Bebchuk, Mark J. Roe)
6. Evoluční teorie
(Henry Hansmann a Reinier Kraakman)
7. Symbióza více vlivů
(John C. Coffee, Jr.)
8. Právně-ekonomická hypotéza
(Brian R. Cheffins)
9. Čistě právní hypotézy
(John Armour, Brian R. Cheffins, Roberta Romano, Mark J. Roe)

1.2 Cíl práce

Cílem této práce je:

- Popsat a analyzovat historický vývoj akciových společností se zaměřením na jejich „vlastnickou“ strukturu a s tím související *corporate governance*, jakož i popsání jevů s danou materií souvisejících.
- Popsat všechny zásadní směry a teorie vysvětlující dominanci „rozptýleného vlastnictví“ či naopak „koncentrovaného vlastnictví“, s detailnějším zaměřením na teorie zabývajícími se právními předpoklady pro rozptýlené vlastnictví.
- Průběžně provádět analýzu a hodnocení jednotlivých teorií, provést komparaci tuzemského stavu a české právní úpravy se stavem v zahraničí a s cizími právními řády.

Cílem práce však není definitivně rozhodnout, který z výše uvedených systémů *corporate governance* je nadřazen druhému z uvedených systémů.

Hlavní teoretický přínos této práce by měl spočívat v popsání historických souvislostí spojených s existencí rozptýleného vlastnictví a ve vymezení možných právních i jiných příčin této existence. Praktický přínos této práce by pak měl spočívat v návodu, jakým způsobem dosáhnout nastavení právního prostředí přátelského pro akciové společnosti s rozptýleným vlastnictvím akcií.

1.3 Použité vědecké metody

Prvním krokem při zpracovávání této práce bylo vyhledání všech dostupných materiálů, zejména vědeckých článků a knižních publikací. Z vyhledaných materiálů byly pomocí jejich základní analýzy vyřazeny nepodstatné materiály. Relevantní vědecké materiály byly následně zpracovány popisnou (deskriptivní) metodou do této práce. Poté byly jednotlivé závěry z těchto vědeckých materiálů podrobeny analýze autora této práce a zhodnoceny tak, že je v práci kladen důraz na závěry, které jsou dle autora této práce podstatné a argumentačně silné.

Sesbíraná data byla konfrontována se závěry ostatních badatelů. Pomocí metody indukce byly vědecké závěry ostatních badatelů konfrontovány se sesbíranými daty i s vlastními přímými empirickými zkušenostmi autora této práce a v důsledku toho oslabovány či posilovány.

V menší míře byly uvedeny i vlastní hypotézy autora této práce, které vycházeli z vlastní myšlenkové dedukce. Metoda komparace byla použita zejména ohledně materie zabývající se právní úpravou v jednotlivých jurisdikcích.

Zpracovány jsou tak již dříve publikované poznatky, vlastní poznatky autora získané sledováním právní úpravy, jejího dopadu na chování subjektů zahrnující i empirická pozorování, která jsou doplněna vlastními dedukcemi možných potenciálních dopadů. Právní problematika je rozčleněna s ohledem na jednotlivá právní odvětví. V každém právním odvětví jsou, v různém poměru, zahrnuty teoretické úvahy spojené s empirickým pozorováním, kauzálními studie či rozborem konkrétních soudních kauz.

Klíčovými metodami použitými v této práci tak jsou analytická metoda, syntéza a komparace.

2 Historie akciové společnosti

2.1 Geneze organizovaných ekonomických entit

2.1.1 Starověký Řím

První organizované ekonomické entity je možné nalézt již ve starověkém Římě. Nejjednodušší entita, blízká typu současné osobní společnosti, byla *societas*, překládaná do angličtiny jako *partnership*, neboť se jednalo o dohodu mezi římskými občany o sdílení zisků a ztrát z podnikání. Avšak *societas* podle římského práva postrádala některé prvky dnešního anglosaského *partnership* – například v *societas* nemohl jeden partner právně zavázat ostatní, což platilo zejména pro počáteční období existence římského práva.¹

Další entitou podle římského práva, a to nejen v ekonomickém smyslu, byla rodina (*familia*), dále pak *peculium*, *collegium*, *corpora* nebo *societas publicanorum*. Posledně zmíněná entita, *societas publicanorum*, pak vykazovala prvky, které jsou dnes základními atributy kapitálových společností. Mimo jiné, smrt společníka (partnera, člena) neznamenal zrušení společnosti a bylo taktéž možné investovat do společnosti prostřednictvím podílových certifikátů obchodovaných na starořímských finančních trzích.² Entita *societas publicanorum* tak byla první předzvěstí moderních akciových společností.³ Entita typu *collegium* a *corpora* byla využívána, mimo jiné, jako cechovní společenství.⁴ Důvody vzniku a využívání těchto ekonomických entit byly téměř jistě podobné jako v dnešní době – snaha sdružit lidský kapitál (*societas*), finanční kapitál (*societas publicanorum*), či snaha motivovat k práci (*peculium*).⁵

Výše uvedené ekonomické entity byly bez právní subjektivity. Určité prvky právní osoby lze nalézt u entity typu *societas publicanorum*, která požívala tzv. *entity shielding*, tj. zaštitění entity před nároky věřitelů jejích členů.⁶ Samotné římské právo však pojem „právní osoba“ neznalo, pojem *persona* byl vztahován pouze na lidské bytosti, tedy fyzické osoby z pohledu současného českého práva.⁷

¹ HANSMANN, Henry – KRAAKMAN, Reiner – SQUIRE, Richard: Law and the Rise of the Firm. *Harvard Law Review*. Vol. 119 (2006), s. 1356

² GOETZMANN, William N. – ROUWENHORST, K. Geert: *The Origins of Value: The Financial Innovations that created Modern Capital Markets*. Oxford University Press, New York (2005), s. 35-40

ZIMMERMANN, Reinhard: *The Law of Obligation. Roman Foundations of the Civilian Tradition*. Oxford University Press (1996), s. 468

³ HANSMANN, Henry – KRAAKMAN, Reiner – SQUIRE, Richard: Law and the Rise of the Firm. *Harvard Law Review*. Vol. 119 (2006), s. 1361

⁴ MICKLETHWAIT, John – WOOLDRIDGE, Adrian: *The Company: a short history of revolutionary idea*. Modern Library (2003), s. 4

⁵ HANSMANN, Henry – KRAAKMAN, Reiner – SQUIRE, Richard: Law and the Rise of the Firm. *Harvard Law Review*. Vol. 119 (2006), s. 1357-1361

⁶ HANSMANN, Henry – KRAAKMAN, Reiner – SQUIRE, Richard: Law and the Rise of the Firm. *Harvard Law Review*. Vol. 119 (2006), s. 1361

⁷ BUCKLAND, W. W. – MCNAIR, Arnold D. – LAWSON, F. H.: *Roman Law and Common Law: A Comparison in Outline*. Cambridge: University Press (1965), s. 54

Římský stát (*Populus Romanus*) a římské municipality (*civitas*) jako jediné sice splňovaly základní podmínky pro uznání právní subjektivity, protože vlastnily majetek a jejich členové neručili za jejich závazky, avšak jejich postavení bylo natolik výjimečné, že v rámci civilního práva jako subjekty nevystupovaly.⁸ Z pohledu dnešní teorie týkající se právnických osob je obtížné zpětně rozhodnout, zda některá z výše uvedených entit měla právní subjektivitu. Na celou věc pak lze nahlížet z dnešního pohledu i tak, že právní osoby v římském právu neexistovaly.⁹

2.1.2 Středověká Evropa

Ve středověké a renesanční Itálii pak existovaly ekonomické entity nazývané jako *compagnia*, přičemž tento typ ekonomické entity se lišil od římské *societas* pouze tím, že odpovědnost (ručení) za závazky *compagnia* nesli všichni společníci „společně a nerozdílně“ (solidární ručení).¹⁰ Subjektivitu však *compagnia* neměla, solidární ručení tak vznikalo na základě smlouvy a z ní vyplývajícího smluvního zastoupení, podobně jak je to běžné v britské jurisdikci či amerických jurisdikcích u ekonomické entity typu *partnership*. Vstupem do tohoto společenství se tak člen stal neomezeně odpovědným za závazky vzniklé v souvislosti s činností *compagnie*. Z pohledu současného českého práva můžeme *compagnii* přirovnat ke sdružení podle § 829 - § 841 obč. zák., respektive ke společnosti podle § 2716 - § 2746 nov. obč. zák.

Mezi dalšími alternativními ekonomickými entitami vyniká entita typu *commenda* – zvláštní středověké *partnership*, ve kterém *commendator* zajišťuje kapitál a *commendatarius* manažuje podnikání.¹¹ Z pohledu současného českého práva se svojí podstatou tato entita blíží tichému společenství podle § 675 - § 681 obch. zák., respektive tiché společnosti podle § 2747 - § 2755 zák. o obch. korp. anebo subjektu s názvem veřejná obchodní společnost (§ 76 - § 92 obch. zák.; § 95 - § 117 zák. o obch. korp.).

Vedle výše zmíněných entit, které byly ekonomického (hospodářského) charakteru, vznikaly další entity, jejichž účel byl spíše v sociální rovině než přímo v rovině ekonomické. Ještě před normanským dobytím Anglie, tedy před rokem 1066, byl ustaven *gild*, jakožto bratrstvo církevního charakteru, přičemž mu bylo garantováno právo držet (*to possess*) kontinuálně majetek.¹² Tímto byl u této entity naplněn jeden ze základních znaků právní subjektivity. Po roce 1066 pak začaly vznikat *gilda mercatoria* (cechy), které se zabývaly ekonomickou činností, což byl znak, který je odlišoval od společenských (církevních) bratrstev.¹³

⁸ SOMMER, Otakar: *Učebnice soukromého práva římského*. I a II. díl. Praha: Wolters Kluwer ČR (2001), s. 199-201

⁹ BERAN, Karel: *Pojem osoby v právu: Osoba, morální osoba, právní osoba*. Leges, Praha (2012), s. 16

¹⁰ HANSMANN, Henry – KRAAKMAN, Reiner – SQUIRE, Richard: *Law and the Rise of the Firm*. *Harvard Law Review*. Vol. 119 (2006), s. 1365

¹¹ SCOTT, William R.: *The Constitution and Finance of English, Scottish and Irish Joint-stock Companies to 1720*, Vol. I. Cambridge: at the University Press (1912), s. 2

¹² SCOTT, William R.: *The Constitution and Finance of English, Scottish and Irish Joint-stock Companies to 1720*, Vol. I. Cambridge: at the University Press (1912), s. 3

¹³ SCOTT, William R.: *The Constitution and Finance of English, Scottish and Irish Joint-stock Companies to 1720*. Vol. I. Cambridge: at the University Press (1912), s. 5

V právním systému *common law* pak od 13. století vznikaly v Anglii, ale obdobně taktéž ve Francii, Itálii, Německu a v Nizozemí, společnosti, nebo terminologicky možná lépe společenství či sdružení, obchodníků, kteří podnikali cesty do vzdálených cizích zemí. Mezi důvody jejich vzniku patří třeba možnost najmout si loď za společné peníze, zajistit tak, aby loď byla plně naložena, zároveň zajistit ochranu lodě a jejího nákladu prostřednictvím společné plavby v konvoji s ozbrojeným doprovodem a dále pak mít lepší pozici pro vyjednání privilegií od územních vládců a rovněž pro vyjednání lepších dlužních podmínek.¹⁴ Dalším důvodem pro vznik těchto subjektů mohla být také snaha cizích suverénů udržet si lepší kontrolu nad cizinci ve vlastní zemi. Pokud byli cizinci sdruženi do společnosti, byli snáze identifikovatelní a společnost (jako celek), která navíc byla vybavena možností ukládat sankce, za ně do jisté míry přebírala záruku. V případě narušení pořádku cizincem se tak panovník mohl obrátit na deklarovaného představitele společnosti s žádostí o nápravu. Tento stav posilující moc panovníka byl přitažlivý pro vládce typu ruského cara Ivana IV. Hrozného.*

Postupně se v těchto společenstvích vyvinula tradice volit si své představitele (původně se pro vrcholného představitele používal termín „konzul“ nebo „kapitán“ později pak „guvernér“) z vlastních řad namísto jmenování těchto představitelů veřejnou mocí.¹⁵ Anglické společnosti obdržely v zahraničí i omezené soudní pravomoci, když mohli soudit delikty mezi sebou, pokud nedošlo k úmrtí nebo k těžké újmě na zdraví.¹⁶ Středověké společenství typu *company* tak fungovaly vedle společenství územního typu (obce) a společenství typu cech (*gild* či *guild*) s omezenou samosprávou odpovídající tehdejší době. Zájmy jednotlivých společenství, respektive fyzických osob sdružených v odlišných typech společenství, se vzájemně prolínaly i střetávaly.¹⁷

2.2 Geneze a vzestup společností

2.2.1 Dvojitá cesta k akciové společnosti

Na historický vývoj směřující k právní formě akciové společnosti lze nahlížet ze dvou pohledů. První pohled se bude odvíjet od konstituování akciové společnosti jakožto právnické osoby, zatímco druhým pohledem budeme sledovat cestu, která vedla ke sdružování kapitálu. Tedy, aby mohla být naplněna definice akciové společnosti, musí ekonomická entita splňovat minimálně tyto dva základní znaky: (1) mít právní subjektivitu, danou především právem vlastnit majetek a (2) svým jménem podnikat (vytvářet zisk) se sdruženým kapitálem, který obdržela od svých členů (společníků).

¹⁴ SUTTON, Anne F.: The Merchant Adventurers of England: their origins and the Mercers' Company of London. *Historical Research*, Vol. 75, No. 187 (February 2002), s. 28

* *vide infra* s. 18-19, 28

¹⁵ SUTTON, Anne F.: The Merchant Adventurers of England: their origins and the Mercers' Company of London. *Historical Research*, Vol. 75, No. 187 (February 2002), s. 28

¹⁶ SUTTON, Anne F.: The Merchant Adventurers of England: their origins and the Mercers' Company of London. *Historical Research*, Vol. 75, No. 187 (February 2002), s. 33

¹⁷ SUTTON, Anne F.: The Merchant Adventurers of England: their origins and the Mercers' Company of London. *Historical Research*, Vol. 75, No. 187 (February 2002), s. 42-43

První cestou je tak proměna subjektu v akciovou společnost v rámci procesu, ve kterém začne již existující subjekt sdružovat kapitál a, zejména, tento sdružený kapitál používat k podnikání za účelem dosažení vlastního zisku. Druhou cestou je pak proměna ekonomické entity, ve které dochází ke sdružování kapitálu prostřednictvím vztahů mezi investory a manažery, v právnickou osobu.

Pokud budou na splnění obou uvedených podmínek testovány výše zmíněné ekonomické entity, bude mít každá z nich problém tímto základním testem projít. Buď bude těmto entitám scházet právní subjektivita, což platí pro *societas*, *societas publicanorum*, *collegium*, *peculium*, *compagnia*, *commenda*, anebo sice budou mít právní subjektivitu, ale nebudou podnikat se sdruženým kapitálem, což platí pro subjekty typu *gild* (*guild*) a většinu středověkých společností (*company*).

Jako středověké právnické osoby, které však nebyly ekonomického charakteru (nepodnikaly, nebyly založeny za účelem vytváření zisku), lze uvést středověké obce a církevní společenství (řeholní řády). Subjektivita těchto entit se odvíjela od charty (*charter*), udělované panovníkem, která jim zajišťovala mimo jiné i právo vlastnit majetek.

Královskou chartu pak měly uděleny i některé středověké společnosti, jejichž charakter byl zejména ekonomický (hospodářský). Tyto středověké společnosti (*gilda mercatoria*, *fellowship*, *compagnie*) však nepodnikaly vlastním jménem. Jejich účelem bylo vytvářet rámec pro podnikání svých členů, nikoli přímo provozovat ekonomickou činnost. Tyto subjekty byly později označovány, alespoň na britských ostrovech, jako regulované společnosti (*regulated companies*).^{18 i} Členové (společníci) těchto regulovaných společností však odevzdali společnosti určitou peněžní částku, na kterou lze pohlížet jako vstupní členský příspěvek, který zajišťoval členství ve společnosti a umožňoval členovi podnikat pod svým vlastním jménem. Vklad do těchto společností tak nebyl investicí s cílem podílet se na zisku. Společnosti typu *regulated companies* se proto svojí podstatou blížily (profesním) cechům anebo profesním komorám.

Mezi první společnosti obchodníků (nebo možná přesněji cechy obchodníků), které jsou zaznamenány na britských ostrovech, patří společnost známá jako *Company of Merchant Adventurers of England*¹⁹ (což však pravděpodobně není původní oficiální název), která sama o sobě uváděla, že existovala již v roce 1216,²⁰ dále pak *the Mayor, Constables and Fellowship of the Merchants of the Staple of England*, o které je první zmínka z roku 1248, prokazatelně pak existovala v letech 1266 až 1267. Tato společnost původně působila bez charty či grantu, inkorporována byla až později. První společnost, o které máme informace, že obdržela *grant*, a to v roce 1391 byla společnost *Mercatores in terra Pruciaie et in partibus de Liscone, Sounde et in dominiis de Hansa commonrates*.

¹⁸ CHILD, Josiah: *A New Discourse of Trade*. (první vydání 1668, druhé vydání 1690) Glasgow (1751), s. 78

SMITH, Adam: *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. Vol. III. (první vydání: 1776) – citováno podle *The Works of Adam Smith ...* Vol. IV. (1811), s. 110

SCOTT, William R.: *The Constitution and Finance of English, Scottish and Irish Joint-stock Companies to 1720*, Vol. I. Cambridge: at the University Press (1912), s. 8

¹⁹ SUTTON, Anne F.: The Merchant Adventurers of England: their origins and the Mercers' Company of London. *Historical Research*, vol. 75, no. 187 (February 2002)

²⁰ SCOTT, William R.: *The Constitution and Finance of English, Scottish and Irish Joint-stock Companies to 1720*, Vol. I. Cambridge: at the University Press (1912), s. 8

Tuto společnost tak prokazatelně můžeme označit za oficiální počátek regulovaných společností.²¹

S regulovanými společnostmi pak mohl stát v pozdějším období nakládat mnohem volněji než s akciovými společnostmi, neboť vkládání a vyjímání majetku nikoho nepoškozovalo. Řízení tohoto typu společností pak měl stát často pevně pod svojí kontrolou, jak tomu bylo například u Africké společnosti.²² Regulované společnosti se tak staly *de facto* součástí exekutivy, respektive ji nahrazovaly.²³

Pokud však regulovaná společnost použila kapitál získaný od svých členů například k tomu, aby nakoupila zboží s tím, že ho následně prodá se ziskovou marží svým členům, pak se její chování blíží podnikání akciové společnosti. Tento posun může být dále zesílen různou velikostí vkladů a od ní odvozené výše podílu na zisku v regulované společnosti.²⁴

V roce 1599 bylo nakoupeno určité množství mědi *Newcastle company*, společenstvím jako celkem, s tím, že určený výbor rozdělí nakoupenou měď mezi své členy a peníze získané od nich jako platbu za měď použije na úhradu dluhu vůči původnímu prodejci. V podstatě tedy šlo o akci krytou společným kapitálem. Pokud se stal takový postup běžným a pravidelným, regulovaná společnost tak byla transformována na společnost se sdruženým kapitálem, tedy *de facto* na akciovou společnost.²⁵

V této faktické metamorfóze regulované společnosti lze vidět i prvky družstva (§ 221 - § 260 obch. zák.; § 552 - § 773 zák. o obch. korp.). Družstvo je podle českého práva společenstvím neuzavřeného počtu osob (§ 221 odst. 1 obch. zák.; § 552 odst. 1 zák. o obch. korp.). Podobně tomu je i u profesních komor (např. *Česká advokátní komora*). Pokud regulovaná společnost jedná primárně nikoli za účelem vytvoření co nejvyššího zisku, ale zejména za účelem zajišťování potřeb svých členů, pak je to také znak, který standardně nese družstvo (§ 221 odst. 1 obch. zák.; § 552 odst. 1 zák. o obch. korp.). A stejně tak, pokud je v regulované společnosti povolen pouze jeden vklad (členský příspěvek), shoduje se tato společnost s družstvem v zásadě, že každý člen má pouze jeden hlas (§ 240 obch. zák. ; § 650 zák. o obch. korp.).

Podíl v těchto společnostech byl z počátku stejný, každý člen zaplatil jeden vstupní poplatek, nicméně později bylo umožněno, aby jednotliví členové svůj příspěvek spadající do sdruženého kapitálu zvýšili a podíl jednotlivých členů na zisku tak byl různý podle toho, kolik jednotlivý člen do společnosti vložil.²⁶

²¹ SCOTT, William R.: *The Constitution and Finance of English, Scottish and Irish Joint-stock Companies to 1720*, Vol. I. Cambridge: at the University Press (1912), s. 8

²² SMITH, Adam: *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. Vol. III. (první vydání: 1776) – citováno podle *The Works of Adam Smith ...* Vol. IV. (1811), s. 117-122

²³ SMITH, Adam: *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. Vol. III. (první vydání: 1776) – citováno podle *The Works of Adam Smith ...* Vol. IV. (1811), s. 109-110

²⁴ SCOTT, William R.: *The Constitution and Finance of English, Scottish and Irish Joint-stock Companies to 1720*, Vol. I. Cambridge: at the University Press (1912), s. 11-12

²⁵ SCOTT, William R.: *The Constitution and Finance of English, Scottish and Irish Joint-stock Companies to 1720*, Vol. I. Cambridge: at the University Press (1912), s. 12

²⁶ SCOTT, William R.: *The Constitution and Finance of English, Scottish and Irish Joint-stock Companies to 1720*, Vol. I. Cambridge: at the University Press (1912), s. 11

Podle logiky související se vstupem nových členů a výstupem stávajících členů byly někdy *regulated companies* nazývané taktéž jako *open companies* (otevřené společnosti) a *joint-stock companies* (akciové společnosti) jako *exclusive companies* (uzavřené společnosti).²⁷

2.2.2 První velké společnosti na britských ostrovech

Společnost *the Fellowship of the Merchant Adventurers of England* získala chartu v roce 1505.²⁸ Mezi další první akciové společnosti na britských ostrovech patřila důlní společnost *Mines Royal* a taktéž o něco proslulejší společnost *Muscovy Company* (psána také jako *Muskovia Company*), později známá spíše pod názvem *Russia Company*.

Společnost *Russia Company* začínala jako ekonomická entita bez právní subjektivity, když Sebastian Cabot, který měl zkušenosti s fungováním systému sdruženého kapitálu v Itálii, uveřejnil projekt o hledání severovýchodní cesty do Číny a Indie. V rámci tohoto projektu byla utvořena společnost (bez právní subjektivity) pod názvem (stará angličtina) *the Mysterie and Companie of the Marchants Adventurers for the discoverie of regions, dominions, islands and places unknown*.²⁹

Investoři (*adventurers*) upsali dohromady kapitál ve výši £ 6 000. Upsaná suma peněz stačila na koupi tří lodí a zboží určeného k prodeji. V květnu 1553 se výprava vydala na cestu. Po obeplutí severního mysu Skandinávie dvě z lodí skončily v neobydlené oblasti. Třetí loď pak ukončila svoji cestu, namísto v Číně nebo v Indii, v blízkosti dnešního města Archangelsk a navázala styky s tamním územním suverénem, přímo s tehdejším carem Ivanem IV., zvaným Hrozný.³⁰

Po návratu do Anglie byl realizovaný projekt brán jako úspěšný. V důsledku toho byla dne 6. února 1555 podepsána královská charta společnosti, která tuto společnost charakterizovala jako (stará angličtina): *one bodie and perpetuall fellowship and communitie*. Pojem „*fellowship*“ (ve staré angličtině: *fellowship*) byl spojen s prvními cechy (*guilds*).³¹

Společnost bez právní subjektivity se tak proměnila v akciovou společnost.³² Původní oficiální název *Russia Company* zněl (ve staré angličtině): *the Marchants Adventurers of England for the discovery of lands, territories, isles, dominions and seignories unknown, and not before the late adventure or enterprize commonly*

²⁷ MCCULLOCH, John R.: *A Dictionary, Practical, Theoretical, and Historical, of Commerce and Commercial Navigation*. (1836), s. 385-388

²⁸ SCOTT, William R.: *The Constitution and Finance of English, Scottish and Irish Joint-stock Companies to 1720*, Vol. I. Cambridge: at the University Press (1912), s. 9

²⁹ SCOTT, William R.: *The Constitution and Finance of English, Scottish and Irish Joint-stock Companies to 1720*, Vol. I. Cambridge: at the University Press (1912), s. 18

³⁰ SCOTT, William R.: *The Constitution and Finance of English, Scottish and Irish Joint-stock Companies to 1720*, Vol. I. Cambridge: at the University Press (1912), s. 18

³¹ SCOTT, William R.: *The Constitution and Finance of English, Scottish and Irish Joint-stock Companies to 1720*, Vol. I. Cambridge: at the University Press (1912), s. 19

³² BURTON, Theodore E.: *Corporations and the State*. New York and London: D. Appleton and Company (1911), s. 9

frequented.ⁱⁱ V roce 1566 zákonem parlamentu byl tento nešikovný název zkrácen na *the Fellowship of English Merchants for discovery of New Trades*.³³

Charta umožňovala shromažďování členů a volbu jejich představitelů. Původně prvním guvernérem (*governor, gubernator*) byl Sebastian Cabot a držel tuto funkci doživotně. Rozhodoval však ve sboru společně se 4 konzuly (*consuls*) a 24 asistenty (*asistants*).³⁴ Charta zajišťovala také monopol na obchod s Ruskem.³⁵ *

Mezi nejvýznamnější akciové společnosti patřila, až do svého konce v roce 1874, anglická, později britská, společnost známá jako *East India Company* (Východoindická společnost). Zakládací procedury byly provedeny v roce 1599, ve kterém došlo k uzavření smlouvy mezi londýnskými obchodníky, k upsání základního kapitálu ve výši £ 30 133. 6s. 8d. a ke konání valné hromady, na které bylo zvoleno vedení společnosti (*committees*) a rozhodnuto požádat královnu o královský souhlas se společností, která se měla zabývat obchodem s Východní Indií (tj. s Indií v dnešním pojetí).³⁶ Královna udělila společnosti, s oficiálním názvem *Governor and Company of Merchants of London trading into the East Indies*, chartu dne 31. prosince 1600.³⁷

Východoindická společnost, tedy společnost s oficiálním názvem *Governor and Company of Merchants of London trading into the East Indies* zahájila obchodování s kořením prostřednictvím „asociací“, když prováděla každou obchodní cestu jako samostatnou obchodní záležitost se samostatným financováním prostřednictvím úpisu podílů na této samostatné obchodní záležitosti. Před vypravením lodi se kapitál (*joint-stock*) seskupil, aby se po vrácení lodí zpět a po zpeněžení zboží vyplatil zpět navýšený o zisk z projektu.³⁸

Po dvanácti letech fungování jako regulovaná společnost, tedy v roce 1612, společnost přešla na zachovávání vlastního kapitálu pro více plaveb – v roce 1612 byl upsán základní kapitál v nominální výši £ 744 000, přičemž na jednu akcii připadal kapitál ve výši £ 5. Později existovalo více paralelních vlastních kapitálů a od roku 1657 pak měla *East India Company* stálý, společný a jediný vlastní kapitál.³⁹

³³ SCOTT, William R.: *The Constitution and Finance of English, Scottish and Irish Joint-stock Companies to 1720*, Vol. I. Cambridge: at the University Press (1912), s. 19

³⁴ SCOTT, William R.: *The Constitution and Finance of English, Scottish and Irish Joint-stock Companies to 1720*, Vol. I. Cambridge: at the University Press (1912), s. 20

³⁵ SCOTT, William R.: *The Constitution and Finance of English, Scottish and Irish Joint-stock Companies to 1720*, Vol. I. Cambridge: at the University Press (1912), s. 19

* *vide infra* s. 28

³⁶ BRUCE, John: *Annals of the Honorable East-India Company, from their Establishment by the Charter of Queen Elizabeth, 1600, to the Union of the London and English East-India Companies, 1707-8*. Vol. I. (1810) s. 111-112

³⁷ BURTON, Theodore E.: *Corporations and the State*. New York and London: D. Appleton and Company (1911), s. 9

³⁸ SCOTT, William R.: *The Constitution and Finance of English, Scottish and Irish Joint-stock Companies to 1720*, Vol. III. Cambridge: at the University Press (1911), s. 464-467

³⁹ FULBER, Holden: *Rival Empires of Trade in the Orient 1600-1800*. University of Minnesota Press: Minneapolis (1976), s. 4

LANDOW, George P.: *The British East India Company — the Company that Owned a Nation (or Two)*. [*The Victorian Web: literature, history & culture in the age of Victoria — on line*]
Viz: <http://victorianweb.org/history/empire/india/eic.html> [on line: 19. 9. 2013]

Podobně během dalších desetiletí vznikly jednotlivými rozhodnutími krále nebo Parlamentu další obdobné společnosti využívající monopolu přiděleného státem – Společnost massachusettského zálivu (1629) nebo Společnost Hudsonova zálivu (1670). V roce 1711 vznikla obdobná společnost pro obchod v „jižních mořích“ (oblast tichého oceánu), přesněji myšleno pro obchod s koloniemi, zejména španělskými, v Jižní Americe (a střední Americe) – *South Sea Company* (Jihomořská společnost). Úplné originální názvy výše uvedených společností byly delší a komplikovanější. Společnost Hudsonova zálivu se oficiálně nazývala jako *The Governor and Company of Adventurers of England trading into Hudson's Bay*⁴⁰ a Jihomořská společnost jako *The Governor and Company of Merchants of Great Britain Trading to the South Seas, and other parts of America, and for Encouraging the Fishery*.

Vývoj v souvislosti se slavnou revolucí v roce 1688 a v letech po ní až do roku 1721, přinesl v oblasti práva akciových společností řadu podstatných změn. Dne 11. listopadu 1693 obdržela Východoindická společnost novou chartu, která ji umožňovala zvýšit základní kapitál o £ 744 000 s tím, že úpis každé jednotlivé osoby nesmí převýšit sumu £ 10 000 základního kapitálu. Dne 7. prosince 1693 několik obchodníků podalo do Dolní sněmovny petici, která žádala o založení nové východoindické společnosti. Na základě této petice Dolní sněmovna prozkoumala chartu staré, tedy stávající a existující, Východoindické společnosti, knihu s novými úpisy akcií, stav jejího základního (či vlastního) kapitálu a obsah zmíněné petice, a po zralé úvaze dne 19. ledna 1694 rozhodla, že „všichni občané (*subjects*) Anglie mají rovné právo obchodovat s východní Indií, s výjimkou zákazu daného zákonem parlamentu“.⁴¹ Tímto svým rozhodnutím odebrala Dolní sněmovna Východoindické společnosti výsadní právo k obchodování s Indií.

Individuální soutěžitelé (fyzické osoby), tzv. *interlopers*, však nebyli schopni východoindické společnosti s názvem *Governor and Company of Merchants of London trading into the East Indies* v praxi konkurovat. Proto nakonec Parlament přikročil v roce 1698 ke zřízení druhé východoindické společnosti s oficiálním názvem *English Company trading to the East Indies*.⁴² Sjednocení *interlopers* do nové východoindické společnosti však nebyl jediný důvod vzniku této společnosti. Volání po nové východoindické společnosti bylo vyvoláno zejména lidmi, kteří potřebovali investovat své volné prostředky.⁴³ Zvýšenou poptávku vyvolal také zájem cizinců, zejména Hugentů, majících dostatek volných prostředků.⁴⁴ Už v období od roku 1688 do roku 1692 vzniklo množství společností, což bylo dáno i vzrůstajícím bohatstvím anglické střední třídy,

SMITH, Adam: *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. Vol. III. (první vydání: 1776). Citováno podle *The Works of Adam Smith ...* Vol. IV. (1811), s. 131-135

⁴⁰ Royal Charter of the Hudson's Bay Company. [*Hudson's Bay Company – on line*]
Viz na: <http://www.hbcheritage.ca/hbcheritage/collections/archival/charter/charter.asp>

⁴¹ COBBETT's *Parliamentary History of England*, Vol. V. (1809), s. 828

⁴² COBBETT's *Parliamentary History of England*, Vol. V. (1809), s. 1177-1180

⁴³ MACAULAY, Thomas B.: *The History of England*, Vol. IV. Philadelphia: Porter & Coates (rok vydání neuveden), s. 390

⁴⁴ THOMAS, Caroline: *The South Sea Bubble*. *Student Economic Review*, University of Dublin, Trinity College, Vol. 17 (2003) s. 4

kteřá hledala nové způsoby, jak investovat své peníze.⁴⁵ Existence obou východoindických společností vedle sebe však z pohledu Parlamentu nebyla dostatečně výhodná, proto Parlament začátkem 18. století přikročil ke spojení obou společností do jediné společnosti s oficiálním názvem *United Company of Merchants of England Trading to the East Indies*.

Hlad veřejnosti po investování, nebo přesněji po rychlém zbohatnutí, a špatný stav veřejných financí vedly v roce 1711 k založení další akciové společnosti a to *The Governor and Company of Merchants of Great Britain Trading to the South Seas, and other parts of America, and for Encouraging the Fishery*, zkráceně *South Sea Company*, která, dle názvu, se měla zaměřovat na obchod s jižními moři, přesněji s jižní částí amerického kontinentu, zejména pak s tou částí Latinské Ameriky, která byla pod španělskou nadvládou. Avšak už v projevu, který přednesl ministr financí (*Chancellor of Exchequer*) Robert Harley v Dolní sněmovně dne 2. května 1711, se objevilo zdůvodnění vzniku jihomořské společnosti založené na tom, že tato společnost bude „uspokojovat všechny veřejné a národní dluhy a schodky“, přičemž úroková sazba měla být nastavena na výši 6 % ročně.⁴⁶

Naděje spojované se *South Sea Company* vyvolaly v tehdejší Velké Británii další investiční horečku. Nadšení pro investování a touha po zbohatnutí prostřednictvím investic do akcií vedla k tomu, že do společnosti *South Sea Company* investovali překotně nejen obchodníci, ale i profesori, lékaři a faráři.⁴⁷ V roce 1720 také docházelo k umělému zvyšování ceny akcií a to i přispěním direktorů (*directors*) společnosti.⁴⁸ Navzdory snahám udržet růst kurzu akcií *South Sea Company* skončila investiční horečka ve stejném roce prasknutím investiční bubliny následované rozsáhlým parlamentním vyšetřováním spojeným s potrestáním viníků.⁴⁹

2.2.3 První velké společnosti v kontinentální Evropě

Nizozemí

Nizozemskému protipólu anglické Východoindické společnosti, společnosti s názvem *Vereenigde Oost-Indische Compagnie (VOC)*, byla udělena charta dne 20. března 1602.⁵⁰ Tato nizozemská východoindická společnost se střetávala s anglickou Východoindickou společností, a to jak obchodně, tak i mocensky.⁵¹

Již před vznikem *Vereenigde Oost-Indische Compagnie* existovaly menší společnosti v jednotlivých zemích Spojeného Nizozemí – společnost obchodníků se sídlem

⁴⁵ MACAULAY, Thomas B.: *The History of England*, Vol. IV. Philadelphia: Porter & Coates (rok vydání neuveden), s. 391

⁴⁶ COBBETT's *Parliamentary History of England*, Vol. VI. (1810), s. 1021-1022

⁴⁷ FARRAR, JOHN H. – HANNIGAN, Brenda M.: *Farrar's Company Law*. 4th ed. (1998), s. 18

⁴⁸ OLDMIXON, John: *The History of England*. (1735) s. 701-702

⁴⁹ COBBETT's *Parliamentary History of England*, Vol. VII. (1811), s. 693-895

⁵⁰ *A Translation of the Charter of the Dutch East India Company (Vereenigde Oostindische Compagnie or VOC)*. (Anglický překlad základního dokumentu nizozemské východoindické společnosti.)

Dosažitelné na:

http://www.eurostudium.uniroma1.it/ricerche/didattica/strumenti_didattici/fonti/600/VOCengvers.pdf

⁵¹ (East India Company) *The New Encyclopædia Britannica*. Vol. 4, Micropædia, 15th ed. (1992), s. 328

v Amsterdamu, která vznikla jako první, poté následoval vznik dalších společností obchodníků z dalších oblastí unie, konkrétně jsou uvedeny oblasti (země) Zeeland, Meuse, Northquaterter a West Friesland. V těchto předchůdcích společnosti *Vereenigde Oost-Indische Compagnie* byly financovány jednotlivé plavby každá zvlášť.⁵²

Spojení dřívějších nizozemských společností obchodujících s Indií do jedné společnosti bylo vyvoláno i válkou mezi Nizozemskou republikouⁱⁱⁱ na straně jedné a Španělskem a Portugalskem na straně druhé. V roce 1602, ve kterém společnost *Vereenigde Oost-Indische Compagnie* vznikla, byla každému rezidentovi Nizozemské republiky dána možnost, aby získal finanční účast v této společnosti. V souvislosti s tím byly vydány akcie (holandsky: *actie*).⁵³

Správní orgán společnosti *Vereenigde Oost-Indische Compagnie* zajišťoval správu společnosti. Jednotlivé zámořské cesty byly financovány z prostředků obyvatel Spojených provincií. Výše prostředků jednotlivých investorů mohla být limitována v případě, že by výše sesbíraných prostředků převyšovala potřebnou sumu.⁵⁴

Francie

Ve Francii, podobně jako na britských ostrovech, vznikaly od počátku 17. století společnosti (patrně jako ekonomické entity bez právní subjektivity), které však často skočily po několika letech, jako například *Compagnie des Indes Orientales*, která vznikla v roce 1604 a zanikla v roce 1625 nebo *Compagnie du Canada*, která vznikla v roce 1620 a zanikla v roce 1627.⁵⁵

Francouzská východoindická společnost *Compagnie française pour le commerce des Indes orientales* (zkráceně *Compagnie des Indes*), která se stala významnou soutěžitelkou britské a nizozemské východoindické společnosti, vznikla až v roce 1664 na podnět ministra Colberta.⁵⁶ Vedle východoindické společnosti vznikly i další společnosti, které v květnu 1719 byly spojeny do společnosti *Compagnie perpétuelle des Indes*.⁵⁷ Spojeny byly tyto společnosti: *la Compagnie de Chine*, *la Compagnie d'Occident*, vzniklá v srpnu 1717,⁵⁸ *la Compagnie du Sénégal*, *la Compagnie d'Afrique* a *la Compagnie de Saint-Domingue et de la traite de la Côte de Guinée*. Jejich spojením tak vznikla největší největší francouzská společnost z pohledu obchodního i finančního. V roce 1723 byla

⁵² GAASTRA, F. S.: The organization of the VOC. In: *Introduction to the Archives of the Vereenigde Oostindische Compagnie*. s. 4

⁵³ SLOT, B. J. – VAN HOOFF, M. C. J. C. – LEQUIN, F.: Notes on the use of the VOC archives. In: *Introduction to the Archives of the Vereenigde Oostindische Compagnie*. s. 57
Dosažitelné na: http://www.gahetna.nl/sites/default/files/afbeeldingen/toegangen/NL-HaNA_1.04.02_introduction-VOC.pdf

⁵⁴ *A Translation of the Charter of the Dutch East India Company (Vereenigde Oostindische Compagnie or VOC)*. (Anglický překlad základního dokumentu nizozemské východoindické společnosti.)

Dosažitelné na: http://www.eurostudium.uniroma1.it/ricerche/didattica/strumenti_didattici/fonti/600/VOCengvers.pdf

⁵⁵ MORELLET, André: *Examen de la Réponse de M. N.* (1769), s. 35

⁵⁶ HAUDRÈRE, Philippe: *La Compagnie Française des Indes orientales*. (9. 1. 2007) s. 2
Viz na: http://cdigarches.free.fr/pdf/070109_La-compagnie-francaise-des-indes-orientales_site.pdf

⁵⁷ COCHUT, P. A.: *The Financier, Law: His Scheme and Times*. (1856) s. 64-65

⁵⁸ MACKAY, Charles: *Memoirs of Extraordinary Popular Delusions*. Vol. I. (1841) s. 21

francouzská východoindická společnost opět samostatná, aby v roce 1770 svoji činnost definitivně ukončila.⁵⁹

Rakouské císařství

V rámci dohod následujících po válce o španělské dědictví (1701-1713) se Rakouské habsburské impérium rozrostlo o tzv. Rakouské Nizozemí (latinsky: Belgium Austriacum), tedy o dnešní Belgii. V důsledku toho získalo Rakousko významné přístavy.

Úspěchy obchodních společností ve Velké Británii a ve Francii inspirovaly císaře Karla VI. k myšlenkám o umožnění podobného druhu podnikání. Už od roku 1714 se v císařově okolí objevovali lidé z různých částí západní Evropy (Skotsko, Nizozemsko, Francie), kteří císaři předkládali návrhy na založení tohoto druhu obchodní společnosti. Evropské námořní mocnosti se však stavěly proti těmto návrhům, nicméně provozování zámořského obchodu obchodníky z Belgie nezabránilo, navzdory tomu, že se k belgickým lodím často chovaly jako k lodím nepřátelským.⁶⁰

Odpor západních námořních mocností byl patrně jedním z hlavních důvodů, proč se konkrétní kroky směřující ke vzniku obchodní společnosti vybavené chartou uskutečnily až v roce 1721.⁶¹ A teprve dne 19. prosince 1722 byla vydána charta společnosti s oficiálním názvem *Compagnie generale à établir dans les Pays-Bas Aütrichiens pour la Commerce et la Navigation aux Indes*.⁶² Tato společnost používala více pojmenování,⁶³ například *Compagnie Impériale et Royale des Indes*,⁶⁴ v anglicky psaných textech je pak zpravidla uváděna jako *Ostend Company*.

Původní charta společnosti byla vydána na 30 let a společnost měla obchodovat s Východní a Západní Indií (tj. v dnešní terminologii Indie a Karibik), s Čínou a s Afrikou. Císařská pokladna měla obdržet 3 až 6 procent ze zisku.⁶⁵

Společnost měla základní (nominální) kapitál ve výši 6 000 000 zlatých, přičemž významná část akcií byla nabídnuta přes antverpskou burzu, menší část byla koupena guvernérem rakouského Nizozemí (60 akcií) a jeho zástupcem (150 akcií). Ostatními

⁵⁹ La Compagnie des Indes en France. [Musée de la Compagnie des Indes – on line]
Viz na: http://musee.lorient.fr/La_Compagnie_des_Indes.2774.0.html

⁶⁰ VLNAS, Vít: *Princ Evžen Savojský: Život a sláva barokního válečníka*. Paseka: Praha, Litomyšl / Národní galerie v Praze (2001), s. 534

MCCULLOCH, John R.: *A Dictionary, Practical, Theoretical, and Historical, of Commerce and Commercial Navigation*. (1850), s. 527

⁶¹ VLNAS, Vít: *Princ Evžen Savojský: Život a sláva barokního válečníka*. Paseka: Praha, Litomyšl / Národní galerie v Praze (2001), s. 535

⁶² WANNER, Michal: The Ostend Company as Phenomenon of International Politics in 1722–1731. In: SKŘIVAN, Aleš – SUPPAN, Arnold (Eds.): *Prague Papers on the History of International Relations*. Praha: Institute of World History (2006), s. 29-30

⁶³ WANNER, Michal: The Ostend Company as Phenomenon of International Politics in 1722–1731. In: SKŘIVAN, Aleš – SUPPAN, Arnold (Eds.): *Prague Papers on the History of International Relations*. Praha: Institute of World History (2006), s. 30

⁶⁴ WHALEY, Joachim: *Germany and the Holy German Empire*, Vol. II. Oxford University Press (2012), s. 137

⁶⁵ (Ostend Company) *The New Encyclopædia Britannica*, Vol. 8, Micropædia, 15th ed. (1992), s. 1033
VLNAS, Vít: *Princ Evžen Savojský: Život a sláva barokního válečníka*. Paseka: Praha, Litomyšl / Národní galerie v Praze (2001), s. 536

akcionáři pak byli zejména obyvatelé rakouského císařství. Cizinci se pak hojně nacházeli ve službách společnosti.⁶⁶

Tlak směřující proti rakouské obchodní společnosti neustával.⁶⁷ V rámci snahy o uznání zajištění svého nástupnictví, Karel VI. nejprve pozastavil činnost císařské společnosti a posléze ji na základě Vídeňské smlouvy z roku 1731 rozpustil, za což získal diplomatické uznání tzv. Pragmatické sankce. Nicméně neoficiální obchodní aktivity pokračovaly až do roku 1744, ve kterém bylo ztraceno indické osídlení společnosti.⁶⁸

Další rakouskou obchodní společností byla císařská privilegovaná orientální společnost (*Kayserslich-privilegierte Orientalische Compagnia*).⁶⁹

Rusko

S velkým časovým odstupem od ostatních evropských zemí byla v Rusku roku 1798 založena a roku 1799 vznikla,⁷⁰ jako první ruská akciová společnost vůbec,⁷¹ společnost s oficiálním názvem *Подъ высочайшимъ Его Императорского Величества покровительствомъ Россійско-американская компания*, zkráceně *Россійско-американская компания*, tedy Rusko-americká společnost, za účelem provazování obchodu se Severní Amerikou, zejména s Aljaškou. Tato společnost měla být obdobou východoindických společností existujících v západní Evropě ve Velké Británii, Francii a Nizozemsku,⁷² nicméně lepší by bylo, z hlediska charakteru společnosti, ji přirovnat k britské *Hudson's Bay Company*.

Portugalsko a Španělsko

Oproti státům, jako byla Anglie a Nizozemí, preferujícím organizování a provozování obchodu se zámořským zahraničím prostřednictvím akciových společností, stály státy, jako bylo Portugalsko a Španělsko, které zahraniční obchod organizovaly a financovaly přímo.⁷³

⁶⁶ VLNAS, Vít: *Princ Evžen Savojský: Život a sláva barokního válečníka*. Paseka: Praha, Litomyšl / Národní galerie v Praze (2001), s. 536-537

WANNER, Michal: The Ostend Company as Phenomenon of International Politics in 1722-1731. In: SKŘIVAN, Aleš – SUPPAN, Arnold (Eds.): *Prague Papers on the History of International Relations* (2006), s. 31

⁶⁷ VLNAS, Vít: *Princ Evžen Savojský: Život a sláva barokního válečníka*. Paseka: Praha, Litomyšl / Národní galerie v Praze (2001), s. 537

⁶⁸ (Ostend Company) *The New Encyclopædia Britannica*. Vol. 8, Micropædia, 15th ed. (1992), s. 1033

⁶⁹ WANNER, Michal: The Establishment of the General Company in Ostend in the Context of the Habsburg Maritime Plans 1714-1723. *Prague Papers on the History of International Relations*, roč. 11 (2007), s. 36-40

⁷⁰ ТИХМЕНЕВ П. А.: *Историческое обозрение образования Россійско-Американской компании и действий ее до настоящего времени*. Часть 1. (1861), s. 65 + příl. s. 1-21

⁷¹ GIBSON, James R.: Russian America: Company Sources on Company Colony. Dosažitelné na: <http://2010rac.com/papers/GibsonRAC.pdf>

⁷² Russia's American Empire: How the east was lost. *The Economist* (20. 7. 2013), s. 70

⁷³ HANSMANN, Henry – KRAAKMAN, Reiner – SQUIRE, Richard: Law and the rise of the firm. *Harvard Law Review* Vol. 119 (2006), s. 1376

HUNTER, William W.: *From the first European Settlement to the Founding of the English East India Company*. In: JACKSON, A. V. Williams: *History of India*, Vol VI. (1906), s. 216

2.3 Symbióza státu a společnosti

2.3.1 Monopol

Ustavení akciové společnosti bylo původně chápáno jako výsadní právo panovníka. Akciové společnosti tak až do poloviny 19. století vznikali na základě charty.^{iv} Původně byla charta vydávána prostřednictvím *letters patents*, později se stalo zvykem, že charta byla potvrzována parlamentem anebo, ještě později, byla vydávána na základě zákona (*act*) parlamentu (Anglie, Británie) – pak panovník přikládal pouze svůj souhlas (*royal assent*).

Charta byla téměř pravidelně spojena s monopolem na výkon určité činnosti. Tento monopol se periodicky stával terčem kritiky. Jedna z prvních zdokumentovaných kritik monopolu, která se rozhořela na konci 16. století a v roce 1601 vyvrcholila ostrou kritikou v anglickém parlamentu, byla patrně jednou z příčin, proč *East India Company*, fungovala zpočátku jako *regulated company*.^{*} Kritický pohled tehdejší anglické společnosti umožnil taktéž Jakubovi I. (James I.), aby už po necelých čtyřech letech po vzniku monopolní *East India Company*, tedy v roce 1604, monopol této společnosti prolomil, když udělil licenci (*licence*) k obchodování dalšímu obchodníkovi. Tento obchodník se tak stal jedním z tzv. *interlopers* (nezávislých obchodníků).⁷⁴

Při udělování charty regulované společnosti *Levant Company* panovník zdůraznil, že si nepřeje udělit monopol (*monopoly*) ani rezervovat ho pro omezené množství obchodníků,⁷⁵ nicméně pouze členové společnosti měli privilegium (*privilege*) k obchodování s východním středomořím.⁷⁶

V průběhu času i regulované společnosti měly tendenci se uzavírat, zejména tím, že zvyšovaly členské příspěvky a vyžadovaly splnění kvalifikačních předpokladů pro vstup do nich. Tomu naopak čelil parlament, který přímo zákony stanovil výši vstupních poplatků (jednorázových členských příspěvků) a upravil kvalifikační předpoklady.

Ochrana duševního vlastnictví

Avšak monopol (privilegium, výsadní právo) na obchod se zámořím měl svá opodstatnění. Prvním z těchto opodstatnění byla ochrana práv, která dnes řadíme mezi práva duševního vlastnictví. V rámci této ochrany duševního vlastnictví tak byl udělen monopol (*autorisation*) k tisku knih, tedy právo, které dnes označujeme jako *copyright* (v roce 1601 existovalo v Anglii šest těchto autorizací).⁷⁷ Stejně tak byly udělovány monopoly k využití vynálezů, jako například monopol pro vynález přeměny slané vody na vodu pitnou na konci 17. století.⁷⁸ Tím se historický stav neliší od dnešního. Podobně

^{*} *vide supra* s. 19-20

⁷⁴ BRUCE, John: *Annals of the Honorable East-India Company, from their Establishment by the Charter of Queen Elizabeth, 1600, to the Union of the London and English East-India Companies, 1707-8*, Vol. I. (1810) s. 153-154

⁷⁵ EPSTEIN, Mortimer: *The Early History of the Levant Company*. London, New York (1908), s. 57

⁷⁶ EPSTEIN, Mortimer: *The Early History of the Levant Company*. London, New York (1908), s. 64

⁷⁷ SCOTT, William Robert: *The Constitution and Finance of English, Scottish and Irish Joint-stock Companies to 1720*, Vol. I. Cambridge: at the University Press (1912), s. 110

⁷⁸ SCOTT, William Robert: *The Constitution and Finance of English, Scottish and Irish Joint-stock Companies to 1720*, Vol. I. Cambridge: at the University Press (1912), s. 315

dnes nahlížíme na objevy a vynálezy a chráníme je patenty, které zajišťují monopol pro objevitele a vynálezce.

Obdobou dnešních patentů byly monopoly udělené v rámci inkorporačních chart (*charters of incorporation*). Objevení severovýchodní cesty do Ruska se neobešlo bez významných nákladů. Dvě ze tří lodí na cestě do Ruska (původně do Indie a Číny)* byly pro společnost ztraceny i se svými posádkami a nákladem. Obě lodě skončily východně od dnešního města Murmansk a jejich posádky zahynuly. Ostatky cestovatelů, jejich zápisky a majetek byly nalezeny později.⁷⁹ Za této situace lze považovat za spravedlivé, že si objevitelé po několik let ponechají právo obchodovat s objevenou zemí a vynahradiť si tak náklady s jejím objevením. S tímto tvrzením koresponduje i ustanovení zákona anglického parlamentu z roku 1624 (21 Jac. I. c. 3) namířeného proti monopolům, které zajišťovalo monopol na produkci po dobu 14 let pro skutečné a první vynálezce produktu.⁸⁰

Nechránění tohoto práva duševního vlastnictví by pak mohlo mít za následek utajování⁸¹ výsledků výzkumu anebo vůbec neprovádění tohoto výzkumu. Richard Chancellor se v roce 1553 při své plavbě* setkal ve Wardhouse (Vardø) v Norsku s „jistými Skoty“, kteří ho vehementně varovali před dalším pokračováním v plavbě.⁸² Je tedy dost dobře možné, že tito Skotové znali cestu do Ruska a odrazením vetřelců se snažili zachovat její utajení. Vynaložila-li obchodní společnost náklady na výzkum nového geografického prostředí, vybudovala obchodní stanice, navázala obchodní spolupráci s místními vládci a zabezpečila obchodní trasy, pak bylo i logické, že měla zájem na navrácení těchto investic.

Argumentace pro zachování monopolu z důvodů, kdy společnosti vykonávaly částečně funkci státu tím, že vytvářely veřejné statky, se dostávala pod palbu kritiky v období, kdy se evropské státy byly schopny se mocensky angažovat v zámořských koloniích.⁸³ Stejně tak jako dnes, typicky tento jev můžeme pozorovat u léků, i v minulosti po určité době začalo být monopolní právo na obchod zpochybňováno. Stejně jako u léků, u kterých je snaha je po několika letech slevnit a během dalších několika let je zcela zbavit patentové ochrany a udělat z nich tzv. generika, tak i v případě *Russia Company* po několika letech zesílila snaha zbavit tuto společnost privilegií. *Russia Company* dokázala během několika let po objevení severovýchodní cesty do Ruska rozběhnout intenzivní obchod mezi oběma zeměmi, vedle samotného obchodu vytvořit nejen obchodní zastoupení, ale třeba i vybudovat přímo v Rusku

* *vide supra* s. 18

⁷⁹ *The Origin and Early History of the Russia or Muscovy Company, taken from Hakluyt, Purchas, etc.* London (1830), s. 5, 10

⁸⁰ MCCULLOCH, John R.: *A Dictionary, Practical, Theoretical, and Historical, of Commerce and Commercial Navigation*. (1850), s. 867

⁸¹ LAGUE, David – ZHU, Charlie: Insight: Unable to copy it, China tries building own jet engine. [Reuters – on line] (29. října 2002)
Viz: <http://www.reuters.com/article/2012/10/29/us-china-engine-idUSBRE89S17B20121029>

⁸² HAKLUYT, Richard: *The Principal Navigation...* (1599), s. 246

⁸³ SMITH, Adam: *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. Vol. III. (první vydání: 1776) – citováno podle *The Works of Adam Smith ...* Vol. IV. (1811), s. 109-110

zhotovovnu provazů, které se vyráběly z ruského konopí. To vše při vykazování značného zisku.⁸⁴

Empirické důkazy

Vhodnost symbiózy státu a obchodu dokresluje i případ *Royal African Company*. Oficiální název společnosti byl v letech 1663 až 1672 *Company of Royal Adventurers of England Trading with Africa*, v letech 1672 až 1750 *Royal African Company of England*, v letech 1750 až 1821 pak *Company of Merchants Trading to Africa*. Společnost s názvem *The Company of Royal Adventurers of England trading with Africa* byla založena královskou chartou 10. ledna 1663. Dne 27. září 1672 byla rekonstruována^v na základě nové charty pod *Royal African Company of England* a obdržela monopol obchodovat v Africe. Původně obchodovala se zlatem a otroky, později s voskem, slonovinou a dřevem. Po cestě s otroky do Ameriky, dovážela zpět do Evropy cukr a tabák. Africká společnost ztratila monopol v roce 1698 a v roce 1720 se stala insolventní. Její majetek (přístavy, osady a továrny) byl vložen do opět nové společnosti *Company of Merchants trading to Africa* založené Parlamentem v roce 1750. Tato poslední „africká společnost“ byla zrušena (*abolished*) v roce 1821 a její majetek připojen k majetku Koruny (*vested in the Crown*).⁸⁵

Obchod s Afrikou byl před rokem 1662, ve kterém byla ustanovena předchůdkyně *Royal African Company*, neutuchající katastrofou. Africká společnost v osmdesátých a devadesátých letech 17. století tvrdila, že obchodníci, nechránění společností, utrpěli ztrátu ve výši tisíců liber. Podle společnosti to bylo způsobeno tím, že obchod s Afrikou a s Indií nikdy nebyl pouze obchodní záležitostí, a že po dlouhé zkušenosti je evidentní (podle jednoho mluvčího společnosti), že tento obchod nemůže být provozován bez současného trvalého budování opevněných opěrných míst a bez podpory válečných lodí, které budou chránit obchodní lodě, přičemž příčinou toho je přirozená proradnost domorodců, kteří jsou barbarštití a pohanštití, a nemohou být zavázáni smlouvami bez toho, aniž by byli pod hrozbou trvalé a stálé vojenské síly, a částečně také proto, že Nizozemci, Dánové, Francouzi a další národy, které také obchodují ve stejné oblasti, jsou vždy více bdělí pro jejich vlastní zisk, hojně podněcující domorodce proti Angličanům, rovněž s pomocí jejich vojenské síly, aby vykořenily a zničily anglický obchod v Africe. Čelit uvedenému je možné pouze tehdy, budou-li společnosti vybaveny suverénními pravomocemi (pravomocemi veřejné moci).⁸⁶

Jako *argumentum a contrario* pak lze uvést, že carevna Kateřina odmítala na konci 18. století pod vlivem spisů Adama Smithe udělit chartu Rusko-americké společnosti z obavy před vytvořením monopolu. Pokud by tak učinila, mohla umožněním regulace

⁸⁴ SCOTT, William R.: *The Constitution and Finance of English, Scottish and Irish Joint-stock Companies to 1720*. Vol. I. Cambridge: at the University Press (1912), s. 22-23

SCOTT, William R.: *The Constitution and Finance of English, Scottish and Irish Joint-stock Companies to 1720*. Vol. II. Cambridge: at the University Press (1910), s. 40

⁸⁵ Company of Royal Adventurers of England Trading with Africa and successors: Records. [*The National Archives – on line*]

Viz na: <http://www.nationalarchives.gov.uk/catalogue/displaycataloguedetails.asp?CATLN=3&CATID=12654&j=1>

⁸⁶ PINCUS, Steve: *1688 : the first modern revolution*. (2009), s. 375

spojené s monopolem mimo jiné zabránit i agresivní devastaci přírodních zdrojů, respektive ji alespoň omezit.⁸⁷

Politické důvody

Další důvody ze strany státu byly často politické. Například v období let 1599 a 1600 vážala anglická vláda (královna a rada) s udělením práva či povolení anglickým obchodníkům k obchodování s Indií a dále odkládala udělení charty Východoindické společnosti z obavy, že obchod může narušit vztahy mezi Anglií a Španělskem (případně Portugalskem).⁸⁸

Kromě toho, že existovaly politické důvody pro udělení monopolu od „mateřské“ země obchodní společnosti, existovaly podobné důvody i ze strany hostitelské země, ve které se nacházela destinace působení společnosti. Pro vládu hostitelské země bylo výhodnější udělit monopol pouze jediné společnosti. Toto výhradní právo umožňovalo vládě hostitelské země větší kontrolu nad cizinci, kteří do hostitelské země přicházeli z „mateřské“ země společnosti, neboť tito museli být součástí privilegované společnosti. V případě problémů s cizinci se vláda hostitelské země mohla obracet na vedení společnosti ke sjednání nápravy. Toto platí o to více v případě státu typu tehdejšího Ruska pod vládou Ivana IV. Hrozného.

Mimoto Ivan IV. doufal, že mu *Russia Company* pomůže nejen navázat diplomatické styky s Anglií, ale i uzavřít spojeneckou smlouvu mezi těmito zeměmi. Navázání diplomatických styků proběhlo úspěšně, když v roce 1557 byl lodí společnosti dopraven do Anglie ruský velvyslanec společně s 16 spolupracovníky.⁸⁹ Avšak k uzavření spojenecké smlouvy nedošlo, v důsledku čehož zklamaný Ivan IV. odebral roku 1570 *Russia Company* její výhradní privilegia, aby je v letech 1571 až 1572 tento nevypočitatelný despota společnosti opět vrátil.

Na rozdíl od Ruska, v zemích Asie, Afriky a Ameriky neexistovala organizovaná státní moc. Zároveň se v těchto oblastech z různých důvodů nechtěla nebo nemohla angažovat státní moc mateřské země společnosti, proto byla zámořským společnostem udělována politická a soudní moc. Výkon této politické a soudní moci bylo výhodnější provádět bez komplikací spojených s paralelní existencí nezávislých obchodníků. I přesto však docházelo při výkonu moci společnostmi k excesům.^{vi}

K těmto politickým a ekonomickým důvodům pak přistupoval v určitém období důvod teologický, a to rozšiřování křesťanství,⁹⁰ který byl uveden ve známém sporu *East India Company* s nezávislými obchodníky (*East India Company* v Thomas Sandys).⁹¹

⁸⁷ Russia's American Empire: How the east was lost. *The Economist* (20. 7. 2013), s. 70

⁸⁸ BRUCE, John: *Annals of the Honorable East-India Company, from their Establishment by the Charter of Queen Elizabeth, 1600, to the Union of the London and English East-India Companies, 1707-8*. Vol. I. (1810) s. 111-126

⁸⁹ *The Origin and Early History of the Russia or Muscovy Company, taken from Hakluyt, Purchas, etc.* London (1830) s. 11

⁹⁰ PINCUS, Steve: *1688 : the first modern revolution*. Yale University Press: New Haven & London (2009), s. 377

⁹¹ COBBETT'S *State Trials*, Vol. X. (1811), s. 371-554

Vojenské důvody

I vojenské důvody hrály svoji pro zachování monopolu, když se předpokládalo, že monopolizované zámořské společnosti budou více schopny budovat opevněná místa v zámoří a čelit nepřátelským atakům na své lodě i destinace.⁹² Při regulérní válce mezi státy pak byly využitelné i vojenské a námořní síly těchto společností.

Merkantilismus

Evropa byla v 17. století ovlivňována ekonomickým směrem nazývaným se merkantilismus. Tento směr byl charakterizován základní doktrínou, že bohatství země se odvíjí od množství drahých kovů, které se nacházejí na jejím území. Základním krédem merkantilismu proto bylo udržovat tzv. aktivní obchodní bilanci, tzn. udržovat vyšší vývoz zboží nad dovozem zboží, resp. ve své rané fázi merkantilismus vůbec popíral výhodnost jakéhokoliv dovozu. Z tohoto důvodu vlády zemí ovlivněné doktrínou merkantilismu se snažili udržet zahraniční obchod pod kontrolou.⁹³

Obchodní společnosti při obchodování se zámořím byly nuceny platit drahými kovy, nutně tedy muselo docházet k jejich vývozu, k čemuž obdržely vždy od panovníka povolení, které bylo zapracované, alespoň v případě Východoindické společnosti, do charty, která jim byla udělena. Charty udělované společností obchodujícím se zahraničím tedy obsahovaly klauzule limitující vývoz zlata, dalších drahých kovů a peněz ražených z těchto kovů, respektive charty obsahovaly klauzule zavazující společnosti k dovozu určeného množství drahých kovů.⁹⁴

2.3.2 Veřejné finance

Také stav veřejných financí hrál v životě společností významnou roli. Dějiny Anglie, ale i dějiny Francie byly poznamenány téměř neustálým hledáním zdrojů pro státní finance. A zvláště v Anglii, a později ve Velké Británii a Spojeném království, bylo velmi obtížné zvýšit příjmy státního rozpočtu zvýšením daní. Proto vláda hledala jiné cesty, jak se vypořádat se státním dluhem. Tyto cesty spočívaly pak zejména ve snižování nákladů na správu státního dluhu, tedy dosažení co nejnižší úrokové sazby, kterou byl státní dluh úročen.

Také z těchto důvodů významné akciové společnosti v Anglii, později Velké Británii, vznikly mimo jiné za účelem zajištění financování státního (veřejného) dluhu. V roce 1694 byla založena *Bank of England* (oficiálně tedy jako *Governor and Company of the Bank of England*). *Bank of England* existuje dodnes a je centrální bankou celého Spojeného království. Zřízení *Bank of England* předcházela bouřlivá diskuse jak v Dolní sněmovně, tak i v celém anglickém národě. Autoři různých pamfletů se k ustavení nové banky stavěli různě – někteří se domnívali, že banka by měla být podřízena králi, jiní, že by měla být podřízena městu Londýn, tedy jeho starostovi (*mayor*), městské radě (*aldermen*) a zastupitelstvu (*common council*).⁹⁵ Nakonec byla banka zřízena na základě

⁹² SCOTT, William R.: *The Constitution and Finance of English, Scottish and Irish Joint-stock Companies to 1720*. Vol. I. Cambridge: at the University Press (1912), s. 272

⁹³ HOLMAN, Robert: *Dějiny ekonomického myšlení*. 3. vyd. Praha: C. H. Beck (2005), s. 14-31

⁹⁴ MCCULLOCH, John R.: *A Dictionary, Practical, Theoretical, and Historical, of Commerce and Commercial Navigation*. (1836), s. 520

⁹⁵ MACAULAY, Thomas B.: *The History of England*, Vol. IV. Philadelphia: Porter & Coates (rok vydání neuveden), s. 543

zákona. Tento zákon byl původně známý pod názvem *Tonnage and Poundage Act* (původně psaný jako *Tunnage and Poundage Act*), později byl přejmenovaný na *Bank of England Act*. Po rozšíření informace o zrodu nové banky vypukla investorská horečka.⁹⁶

Zřízením *Bank of England* však problémy s veřejnými financemi neskončily. V rámci tohoto hledání se nabízel jako možný zdroj financování státního dluhu, půjčování si peněžních prostředků od společností, které obchodovaly se zámořím.

Poptávka vlády pro řešení jejího dluhu vyvolala nabídku od východoindických společností. Nová východoindická* společnost nabídla půjčku státu ve výši £ 2 000 000 za 5 % p. a. Stará východoindická společnost nabídla £ 700 000 za 4 % p. a. Parlament přijal návrh nové východoindické společnosti. Dalším typickým příkladem je zřízení *South Sea Company*.^{**}

V roce 1722 došlo k rozdělení vlastního kapitálu *South Sea Company* na kapitál, proti kterému stály státní dluhopisy, a na kapitál, který byl určen k podnikání, včetně zisků a ztrát, které toto podnikání přinášelo. Z části akcií se tak staly již zcela evidentně *de facto* dluhopisy.⁹⁷

Vývoj ve Francii byl do značné míry obdobný jako ve Velké Británii – i ve Francii po válce o španělské dědictví nastala nutnost najít řešení pro astronomický státní dluh.^{vii} Řešení se ve Francii našlo taktéž ve vydávání akcií společnosti *Compagnie perpétuelle des Indes* (společnost *Compagnie perpétuelle des Indes*, resp. její právní předchůdci, je v textech psaných v angličtině často nazývána jako *Mississippi Company*), respektive jejích právních předchůdců, a dále pak ve vydávání státních cenných papírů – pokladničních poukázek či směnek (*billets d'état*) bankovních směnek – bankovek (*billets de banque*), které nebyly kryty zlatem (drahými kovy). V podstatě tedy šlo o tisk nekrytých peněz. Z počátku byly tyto cenné papíry přijímány obyvatelstvem nadšeně, v pozdějším období naopak byly obyvatelstvu vládou vnucovány bez možnosti vyhnutí.⁹⁸

Vznik francouzské super-společnosti *Compagnie perpétuelle des Indes* v roce 1719 byl rovněž projekt určený k řešení francouzských veřejných financí. Vedle této společnosti byla založena i banka, původně pod jménem *Banque Générale*, později přejmenovaná na *Banque Royale*.⁹⁹ I ve Francii skončila investiční horečka hořkým zklamáním. Akcie *Compagnie perpétuelle des Indes* byly konvertovány na cenné papíry, které nesly úrok pouze 2.5 % a byly kryté příjmy města Paříže.¹⁰⁰

V určitých obdobích se situace obracela a naopak vlády musely zachraňovat finančními injekcemi společnosti. Například v roce 1772 *East India Company* byla nucena požádat stát o půjčku. Nicméně, špatná finanční situace společnosti byla

⁹⁶ MACAULAY, Thomas B.: *The History of England*, Vol. IV. Philadelphia: Porter & Coates (rok vydání neuveden), s. 548

* *vide supra* s. 20-21

** *vide supra* s. 21

⁹⁷ SMITH, Adam: *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. Vol. III. (první vydání: 1776). Citováno podle *The Works of Adam Smith ...* Vol. IV. (1811), s. 130

⁹⁸ MACKAY, Charles: *Memoirs of Extraordinary Popular Delusions*, Vol. I. (1841), s. 50

⁹⁹ COCHUT, P. A.: *The Financier, Law: His Scheme and Times*. (1856), s. 40, 56

¹⁰⁰ MACKAY, Charles: *Memoirs of Extraordinary Popular Delusions*. Vol. I. (1841), s. 65

způsobena mimo jiné i nadměrnými finančními požadavky britské vlády vůči této společnosti.¹⁰¹

2.3.3 Doba určitá

Akciové společnosti vznikaly na dobu určitou v důsledku toho, že charta byla udělována na dobu určitou. Zakládání akciových společností na dobu určitou je v současné době v české jurisdikci sice možné (§ 68 odst. 3 písm. a) obch. zák.), avšak v praxi velmi neobvyklé. Charta také často obsahovala ustanovení o možnosti společnost rozpustit na základě oznámení vydaného s předstihem – například dva roky předem.¹⁰² V praxi však ukončování společností po uběhnutí lhůty, na kterou byla akciová společnost založena, anebo rozpouštění na základě předchozího oznámení bylo sice neobvyklé, nicméně stávalo se to. Mnohem častěji docházelo k prodlužování existence společností obnovováním (*renewed*) charty, případně k vypršení platnosti charty a k formálnímu rozpuštění společnosti, avšak zároveň se přistoupilo k udělení nové charty tak, aby dosavadní akcionáři mohli pokračovat bez prodlevy jako akcionáři ve společnosti nové.

Společnosti, zejména regulované společnosti, byly později často ukončovány na základě zákonů parlamentu – *African Company* zrušena zákonem 1 & 2 Geo. IV. c. 28 (1821), *Levant company* zrušena zákonem 6 Geo. IV. c. 33 (1825).

2.3.4 První regulace

Ještě před prasknutím investiční bubliny v roce 1720 došlo ke schválení zákona s názvem *Bubble Act* (*royal assent* obdržel 11. června 1720).^{viii} Tento zákon uložil určité restrikce, i když není zcela jednoznačné, nakolik tyto restrikce byly účinné, respektive nakolik se tyto kryly s již existujícími restrikcemi.¹⁰³ V každém případě v následujícím období došlo k utlumení vzniku dalších obdobných společností, když bylo nadále vyžadováno, aby jakákoliv další společnost měla vždy chartu (*charter*) udělovanou státem.

Už dne 12. července 1720 *Lords Justices*,¹⁰⁴ kteří zastupovali krále po dobu jeho nepřítomnosti (král odjel na kontinent), po konzultaci s *Board of Trade* (ministerstvo obchodu), s *Attorney General and Solicitor General* (ministerstvo spravedlnosti) a s *Privy Council*, prostřednictvím nařízení (*order*) zamítli osmnáct žádostí (*petitions*) o udělení charty pro nové společnosti.¹⁰⁵ Navíc, na základě zákona *Bubble Act* pak *Lord of Justices* podali podnět k *Attorney General*, aby vydal *Writs of Scire Facias*, na jejichž základě mělo dojít k ukončení existence čtyř společností,¹⁰⁶ k čemuž však nakonec nedošlo.¹⁰⁷

¹⁰¹ McCULLOCH, John R.: *A Dictionary, Practical, Theoretical, and Historical, of Commerce and Commercial Navigation*. (1836), s. 530

¹⁰² McCULLOCH, John R.: *A Dictionary, Practical, Theoretical, and Historical, of Commerce and Commercial Navigation*. (1836), s. 520

¹⁰³ HARRIS, Ron: The Bubble Act: Its Passage and Its Effects on Business Organization. *The Journal of Economic History*, Vol. 54, No. 3 (Sep. 1994), s. 610-627

¹⁰⁴ Viz oznámení o jejich jmenování v *The London Gazette* No. 5859 (11. – 14. 6. 1720), s. 4

¹⁰⁵ COBBETT's *Parliamentary History of England*, Vol. VII. (1811), s. 655-656

¹⁰⁶ *The London Gazette* No. 5879 (20. – 23. 8. 1720), s. 1

¹⁰⁷ HARRIS, Ron: The Bubble Act: Its Passage and Its Effects on Business Organization. *The Journal of Economic History*, Vol. 54, No. 3 (Sep. 1994), s. 622

V dalším období vznikaly ve Velké Británii nové akciové společnosti v omezeném množství, když institut udělování charty byl využíván pouze sporadicky. Ze 190 společností spuštěných (*launched*) v roce 1720 (toto číslo zřejmě zahrnuje i společnosti, které byly založeny, požádaly o chartu, ale nakonec chartu vůbec neobdržely) přežily pouze 4 společnosti a v roce 1740 existovalo pouze 24 společností, jejichž základnou byl Londýn (*London-based*). V roce 1811 bylo na *London Stock Exchange* obchodováno 61 společností, přibližně 130 v roce 1815, cca 160 v roce 1820, 250 v roce 1825, 200 v roce 1830 a o něco více v roce 1834. Jednalo se o společnosti podnikající zejména v následujících oblastech: doly (těžba), zámořský obchod, bankovníctví, pojišťovnictví, výstavba silnic a mostů, dodávka vody, doky, (plavební) kanály, železnice, plynové osvětlení.¹⁰⁸

V období před rokem 1720 bylo možné, aby existovaly společnosti bez charty, které se do značné míry chovaly jako standardní akciové společnosti. V roce 1553 byl znovu-otevřen obchod s Afrikou a fungoval mnoho dalších let bez udělení charty nebo monopolu. Nicméně tyto *undertakings* bylo často nazýváno jako společnost (*company*) a dokonce se v roce 1564 konalo shromáždění (*meeting*) vlastníků podílů (*shares*), ze kterého existuje formální zápis.¹⁰⁹

2.4 Cesta k obecné právní úpravě společností

2.4.1 Joint-stock ventures

Klíčová ustanovení *Bubble Act* zakazovala veřejně nabízet podíly (*shares*) ve společnostech, které neměly chartu. Stejně tak bylo pod sankcemi zakázáno s těmito podíly obchodovat. Ve Velké Británii, později ve Spojeném království, se trh v segmentu menších ekonomických entit s restrikcí na základě *Bubble Act* vyrovnal, alespoň částečně, podobnými cestami jako v předcházejícím období ve středověku a v raném novověku. Po roce 1720 byly vytvářeny ekonomické entity bez právní subjektivity na čistě smluvním základě, nazývanými jako *joint-stock companies* nebo jako *joint-stock ventures*. V rámci smluvní volnosti si lze představit celou řadu typů těchto *joint-stock ventures*, navíc s různými modifikacemi, které se více či méně blížily standardním akciovým společnostem. Právní institut *trust* byl v této souvislosti hojně využíván. Na základě kontraktu označovaného jako *deed of settlement* byl majetek investorů vložen do rukou skupiny osob označovaných jako *trustees*. Přesnější název pro tyto entity proto zní *unincorporated Deed of Settlement Companies*. V praxi se odlišovaly od akciových společností zejména tím, že podíly v nich nebyly volně převoditelné, nicméně i toto se částečně změnilo po roce 1825, ve kterém byl *Bubble Act* zrušen.¹¹⁰

Subjekty účastníci se na ekonomické entitě měly v rámci smluvní volnosti k dispozici širokou škálu variací, jak upravit svůj vzájemný vztah. Těmito subjekty byly pouze fyzické osoby, a to až do konečné fáze 19. století, kdy teprve bylo umožněno právníckým osobám, aby se účastnily na jiné právnícké osobě. Definitivní právní uznání

¹⁰⁸ CHEFFINS, Brian R.: *Corporate Ownership and Control*. Oxford University Press (2008), s. 142-143

¹⁰⁹ SCOTT, William R.: *The Constitution and Finance of English, Scottish and Irish Joint-stock Companies to 1720*, Vol. I. Cambridge: at the University Press (1912), s. 21

¹¹⁰ GOWER, L. C. B.: *The English Private Company, Law and Contemporary Problems*, Vol. 18 (Fall 1953), s. 535

skupin společností v čele s holdingovou společností, tedy koncernů, nastalo ve Spojeném království v roce 1870 a ve Spojených státech pak až o téměř dvě desetiletí později, kdy bylo přijato *New Jersey Corporation Law 1889* jako první „holdingové právo“.¹¹¹ Po New Jersey následovaly státy New York,¹¹² Delaware a další.¹¹³

K určitému standardizování na trhu ekonomických entit bez subjektivity však docházelo. Využívána byla entita typu *partnership*, nazývaná také jako *copartnery* s následujícími znaky: (a) nemožnost převést podíl na jinou osobu, (b) možnost člena vystoupit z této entity a (c) závaznost každého člena za závazky entity celým svým majetkem (neomezené ručení).¹¹⁴ Mezi další nejnámější ekonomické entity využívané k získání a spojení kapitálu patřil, a do jisté míry stále patří, v anglosaském prostředí *trust* (*trust*), který je anglickým vynálezem, a který umožnil vložit velké majetky do rukou orgánu složeného z malého počtu osob (*trustees*).¹¹⁵ Institut *trustu* byl využíván ve Spojených státech amerických pro organizování velkých ekonomických entit v poměrně velkém rozsahu ještě v desátých letech 20. století, nicméně, byl již jako institut do značné míry zdiskreditován (s ohledem na využívání *trustů* při potlačování hospodářské soutěže).¹¹⁶ Institut *trustu*¹¹⁷ proniká v současnosti v souvislosti s novým občanským zákoníkem i do českého prostředí (§ 1448 – § 1474 nov. obč. zák.).¹¹⁸ V některých případech docházelo k vytváření ekonomických entit, které můžeme označit za entity mající právní subjektivitu – ve Francii to byla komanditní společnost (*société en commandite*)¹¹⁹ a v Německu pak kartel (*Kartell*).¹²⁰

2.4.2 Obecné zákony o akciových společnostech

Jakkoli trh dokázal fungovat i bez hromadného rozšíření právní formy akciové společnosti nebo jiné právní formy čisté kapitálové společnosti, poptávka po zpřístupnění této právní formy vedla ve vyspělých jurisdikcích k přijetí obecných zákonů, které umožňovaly vznikání akciových společností cestou jejich administrativní

¹¹¹ BURTON, Theodore E.: *Corporations and the State*. New York and London: D. Appleton and Company (1911), s. 21

RIPLEY, William Z.: *Trusts, pools and corporations*. Revised edition. Boston: Ginn and Company (1916), s. xix

¹¹² FREEDLAND, Fred: History of Holding Company Legislation in New York State: Some Doubts as to the "New Jersey First" Tradition. *Fordham Law Review*, Vol. 24 (1955), s. 369-411

¹¹³ SULLIVAN, John James: *American Corporation: The Legal Rules Governing Corporate Organization and management with Forms and Illustrations*. New York and London: D. Appleton and Company (1910), s. 295-297

¹¹⁴ SMITH, Adam: An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations. Vol. III. (první vydání: 1776). Citováno podle *The Works of Adam Smith ...* Vol. IV. (1811), s. 122-123

¹¹⁵ DAVIES, Paul L. – Gower, L. C. B.: *Gower's Principles of Modern Company Law*. 6. vyd. (1997), s. 7

¹¹⁶ RIPLEY, William Z.: *Trusts, pools and corporations*. Revised edition. Boston: Ginn and Company (1916), s. xxviii-xix

¹¹⁷ PIHERA, Vlastimil: Trust. Vybrané aspekty. *Obchodněprávní revue*, č. 7 (2009), s. 196-201

¹¹⁸ RONOVSÁ, Kateřina: Nadace (a trusty) v kontinentální Evropě – pohled funkcionální. *Obchodněprávní revue*, č. 7-8 (2012), s. 202-206

¹¹⁹ MCCULLOCH, John R.: *A Dictionary, Practical, Theoretical, and Historical, of Commerce and Commercial Navigation*. (1836), s. 389

¹²⁰ BURTON, Theodore E.: *Corporations and the State*. New York and London: D. Appleton and Company (1911), s. 39-40

registrace za zákonem stanovených podmínek. Entity typu *joint-stock ventures* nedokázaly totiž zcela překonat nedostatek *entity shielding*, což je zaštitění entity před možnými nároky věřitelů společníků (vlastníků) – podobné konstrukce lze nalézt i dnes v české jurisdikci (viz např. § 88 odst. 1 písm. e) a f) obch. zák.; § 679a obch. zák.). Klíčovým jevem v genezi a vývoji akciových společností tak bylo nejen zajištění „omezeného ručení“ pro všechny akcionáře (*owner shielding*), ale také ochránění akciové společnosti před věřiteli jejích akcionářů (*entity shielding*). A právě pro zajištění *entity shielding* bylo klíčové právo.¹²¹

Vývoj tak dospěl k tomu, že v roce 1844 byl ve **Spojeném království** přijat zákon o právní formě akciové společnosti, tak jak ji chápeme dnes – *Joint Stock Companies Act 1844*. Zákon již považoval akciové společnosti vzniklé na jeho základě za samostatné právnické osoby, nicméně až do jeho novelizace zákonem *Limited Liability Act* v roce 1855 nepřipouštěl omezené ručení (tj. omezení rizika společníků na prostředky vložené do společnosti jako investici).¹²² O rok později schválený nový zákon o akciových společnostech (*Joint Stock Companies Act 1856*) pak kromě úpravy omezeného ručení nově ustanovil pravidla pro minimální výši základního kapitálu, jeho splacení a požadavky na zakladatelské dokumenty společnosti a další listiny. Za definitivní uznání právní subjektivity britskými soudy se považuje až rozhodnutí v kauze *Salomon v A Salomon & Co Ltd*.¹²³ na konci 19. století. Tak se *joint-stock ventures* postupně proměnily v akciovou společnost v dnešním slova smyslu. V dalším období byly ve Spojeném království přijaty další nové zákony komplexně upravující právní formu akciových společností, vrcholící dnes platným *Companies Act 2006*.^{ix}

Snaha o obecnou zákonnou úpravu akciových společností ve **Francii** se datuje už do období po roce 1789, avšak tehdejší právní úprava zcela uvolňující proces vzniku akciových společností neměla dlouhého trvání a už v roce 1795 byl vznik akciové společnosti podmíněn státní autorizací v podobě koncese (*concession*).¹²⁴ Hlubší právní úprava byla zakotvena v roce 1807, a to přijetím *Code commerce*. Na základě *Code commerce* mohly i nadále akciové společnosti vznikat pouze na základě státního povolení (*autorisation*), zatímco komanditní společnosti na akcie (*société en commandite par actions*) mohly vznikat naprosto volně. Z těchto důvodů velké ekonomické entity byly utvářeny ve velké většině ve formě komanditních společností na akcie, nikoli ve formě akciových společností. Docházelo však i k zneužívání formy komanditní společnosti, což vedlo k množství finančních skandálů.¹²⁵

Zákon z 18. července 1856 (*loi du 18 juillet 1856*) stanovil regulatorní předpoklady pro vznik komanditních společností na akcie a tím zpřísnil pravidla pro jejich existenci a stále ponechával vznik akciových společností na vůli státu, když k jejich vzniku bylo potřeba nadále státní autorizace. Tato autorizace byla udělována ve formě dekretu (*décret*), vydávaného státní radou (*Conseil d'État*). Státní rada pak měla v udělování

¹²¹ HANSMANN, Henry – KRAAKMAN, Reiner – SQUIRE, Richard: Law and the rise of the firm. *Harvard Law Review* Vol. 119 (2006), s. 1333-1403

¹²² CHEFFINS, Brian R.: *Corporate Ownership and Control*. Oxford University Press (2008), s. 164-165

¹²³ *Salomon v A Salomon & Co Ltd* [1897] A. C. 22

¹²⁴ DUCOULOUX-FAVARD, C.: L'Histoire des Grandes Sociétés en Allemagne, en France et en Italie. *Revue Internationale de droit comparé*, Vol. 4 (1992), 851-2

¹²⁵ DUCOULOUX-FAVARD, C.: L'Histoire des Grandes Sociétés en Allemagne, en France et en Italie. *Revue Internationale de droit comparé*, Vol. 4 (1992), s. 853

autorizace absolutní volnost – mohla bez odůvodnění autorizaci zamítnout či udělit, přičemž při udělení autorizace mohly být stanoveny jakékoliv podmínky pro existenci jednotlivé akciové společnosti.¹²⁶

Zákonem z 23. května 1863 (*loi du 23 mai 1863*) došlo ke zrušení režimu státních autorizací u společností se základním kapitálem nižším než 20 miliónů (v citovaném odborném článku nejsou uvedeny peněžní jednotky). Tyto společnosti byly nadále označovány jako společnosti s omezenou odpovědností (*sociétés à responsabilité limitée*), výrazně se podobající dnešním společnostem s ručením omezeným upraveným v české jurisdikci. K úplnému zrušení státních autorizací v souvislosti se vznikem akciových společností došlo až zákonem z 24. července 1867 (*loi organique du 24 juillet 1867*), ve kterém bylo přímo upraveno, že akciové společnosti mohou být formovány bez státní (vládní) autorizace.¹²⁷

Na území dnešního **Německa** byl v rámci Severoněmeckého spolku (*Norddeutsche Bund*) zaveden v roce 1861 německý všeobecný obchodní zákoník *Allgemeine Deutsche Handelsgesetzbuch (ADHGB)*, který obsahoval právní úpravu akciové společnosti (*Gesellschaften auf Aktien*) a komanditní společnosti na akcie (*Komenditgesellschaften*). Obě tyto společnosti byly podrobeny procesu vydávání státního povolení k jejich vzniku, nicméně zákoník obsahoval v tomto možnost *opt-out* pro jednotlivé spolkové země, čehož některé spolkové země využily, jiné nikoli.¹²⁸ Na základě příkladu z Francie byla v roce 1870 reformní novelou v Severoněmeckém spolku zakotvena všeobecná volnost v konstituování akciových společností.¹²⁹

V **Rakouském císařství** byl vznik akciových společností upraven spolkovým patentem č. 253/1852 ř. z. a Všeobecným obchodním zákoníkem vydaným pod č. 1/1863 ř. z. Akciové společnosti na základě těchto předpisů vznikaly registrací, avšak až poté, co jim byla udělena státní koncese ministerstvem vnitra, a to na základě dohody s ministerstvem obchodu a financí.¹³⁰

Naopak společnosti s ručením omezením, které vznikaly taktéž podle patentu č. 253/1852 ř. z., jakožto menší forma kapitálové společnosti, už koncesi nepotřebovaly, s výjimkou situace, kdy se společnost této právní formy zabývala železničním podnikáním, dopravou vystěhovalců, vydáváním zástavních listů nebo bankovníctvím dlužních úpisů.¹³¹

¹²⁶ DUCOULOUX-FAVARD, C.: L'Histoire des Grandes Sociétés en Allemagne, en France et en Italie. *Revue Internationale de droit comparé*, Vol. 4 (1992), s. 849-881, 853-854

¹²⁷ DUCOULOUX-FAVARD, C.: L'Histoire des Grandes Sociétés en Allemagne, en France et en Italie. *Revue Internationale de droit comparé*, Vol. 4 (1992), s. 849-881, 856

¹²⁸ DUCOULOUX-FAVARD, C.: L'Histoire des Grandes Sociétés en Allemagne, en France et en Italie. *Revue Internationale de droit comparé*, Vol. 4 (1992), s. 849-881, 854

¹²⁹ DUCOULOUX-FAVARD, C.: L'Histoire des Grandes Sociétés en Allemagne, en France et en Italie. *Revue Internationale de droit comparé*, Vol. 4 (1992), s. 849-881, 859

¹³⁰ MALÝ, Karel a kol.: Dějiny českého a československého práva r. 1945. 4. vydání. Praha: Leges (2010), s. 292-294

¹³¹ MALÝ, Karel a kol.: Dějiny českého a československého práva r. 1945. 4. vydání. Praha: Leges (2010), s. 295

Rovněž ve **Spojených státech amerických** došlo k nahrazování systému udělování jednotlivých individuálních chart systémem registrace na základě obecného zákona.

Začátkem 20. století bylo slovo korporace používáno v americké angličtině i pro právnické osoby typu města.¹³² Termín *private corporation* byl používán pro korporace (akciové společnosti) tvořené soukromými osobami, myšleno zejména fyzickými osobami. Veřejné korporace byly pak formovány, aby pomohly provádět plány vlády (státu).¹³³ *Private corporation* byly vytvářeny za účelem zisku.¹³⁴

Právo stvořit korporaci původně spočívalo na státu (suverénovi). V průběhu doby se však z panovníka přesunulo na parlament či obdobný legislativní orgán a dnes je možné stvořit korporaci ze zákona po splnění zákonem stanovených podmínek. Ve Spojených státech toto právo vždy náleželo Kongresu nebo jednotlivým státním legislaturám. Původně byly společnosti vytvářeny každá jednotlivými zákony. Nyní je po splnění podmínek garantováno přidělení „charty“ exekutivní mocí.¹³⁵ Termín charta (*charter*) je dnes ve Spojených státech stále používán vedle *articles of incorporation* a *certificate of incorporation*.¹³⁶ Ústavy mnoha států americké federace omezily zákonodárnou moc v udělování speciálních chart, anebo jí toto právo zcela odebraly.¹³⁷

2.4.3 Charta versus registrace

Původně tedy akciové společnosti vznikaly na základě vydání charty, kterou panovník mohl v Anglii vydat původně pouze o své vůli prostřednictvím *letters patent* (franc. *lettres patent*) anebo na základě zákona prostřednictvím královského souhlasu (*royal assent*). U části společností pak byla charta vydaná panovníkem o své vůli později potvrzována parlamentem.

Až přibližně od poloviny 19. století začaly být v jednotlivých vyspělých státech přijímány zákony, které jako normativní právní akty¹³⁸ umožňovaly vznik akciových společností prostřednictvím registrace, avšak z počátku stále v některých státech podmíněné nenárokovatelným státním souhlasem. A až teprve později docházelo ke vzniku společností „automaticky“ po splnění zákonem stanovených podmínek, i když

¹³² SULLIVAN, John James: *American Corporation: The Legal Rules Governing Corporate Organization and Management with Forms and Illustrations*. New York and London: D. Appleton and Company (1910), s. 2

¹³³ SULLIVAN, John James: *American Corporation: The Legal Rules Governing Corporate Organization and Management with Forms and Illustrations*. New York and London: D. Appleton and Company (1910), s. 2

¹³⁴ SULLIVAN, John James: *American Corporation: The Legal Rules Governing Corporate Organization and management with Forms and Illustrations*. New York and London: D. Appleton and Company (1910), s. 4

¹³⁵ SULLIVAN, John James: *American Corporation: The Legal Rules Governing Corporate Organization and management with Forms and Illustrations*. New York and London: D. Appleton and Company (1910), s. 7

¹³⁶ EISENBERG, Melvin A. – COX, James D.: *Corporations and Other Business Organizations*. 10. vyd. Unabridged. New York: Thomson Reuters / Foundation Press (2011), s. 191

¹³⁷ SULLIVAN, John James: *American Corporation: The Legal Rules Governing Corporate Organization and management with Forms and Illustrations*. New York and London: D. Appleton and Company (1910), s. 7-8

¹³⁸ BOGUSZAK, Jiří – ČAPEK, Jiří – GERLOCH, Aleš: *Teorie práva*. ASPI (2001), s. 37

stále na základě rozhodnutí státního orgánu, které, jakožto individuální právní akt, teprve konstituuje společnost. Tento stav přetrval ve vyspělém světě do současnosti.

Pro existenci dosavadních společností s chartou se toho tolik nezměnilo. Společnosti, které do poloviny 19. století mohly existovat pouze na základě charty, sice již v následujícím období mohly vzniknout na základě automatické registrace, avšak vzhledem k tomu, že se v drtivé většině jednalo o typ společností, na jejichž existenci a chodu byl veřejný zájem, stejně i nadále potřebovaly ke své činnosti nějaký typ veřejného povolení. Toto povolení mohlo nést formální název „koncese“, „licence“, „úřední povolení“ anebo zkratka třeba jen „povolení“. A stejně jako v minulosti charta, jsou i v současnosti jednotlivá povolení vydávána často pouze na dobu určitou.

I podle české úpravy je bez těchto povolení existence subjektu sice možná, avšak nemohou vykonávat činnost v těchto oborech se zvláštním veřejným zájmem. Železniční dopravce podle § 24 zákona č. 266/1994 Sb., o dráhách potřebuje k provozování činnosti „licenci“, provozovatel železniční infrastruktury podle § 1 odst. 1 stejného zákona musí mít „úřední povolení“. K vykonávání činnosti banky potřebuje akciová společnost „bankovní licenci“ podle § 1 odst. 1 zákona č. 21/1992 Sb., o bankách. K provozování důlní činnosti je třeba „povolení“ – podle § 24 odst. 1 zákona č. 44/1988 Sb., horní zákon.

Konečně důvody pro udělování zvláštních povolení existovaly tam, kde monopol již existoval jakožto **přirozený monopol**. V těchto oblastech je do dnešní doby udržována státní regulace. Navíc oblasti přirozeného monopolu jsou často současně i oblasti zvláštního veřejného zájmu. Jde o oblasti dolů, železnic, dopravní infrastruktury. Z důvodu regulace přirozeného monopolu současně s veřejným zájmem v těchto oblastech se i v současné době dodržuje udělování zvláštních povolení, ať už se tato zvláštní povolení v jednotlivých zákonech nazývají jako koncese, licence, úřední povolení.

Přijetím obecných zákonů (normativních právních aktů) o akciových společnostech se změnila podmínky existence pro dosud existující entity bez právní subjektivity, nazývané jako *joint-stock ventures*, resp. *joint-stock companies* a založené na institutech jako je *trust*, anebo pro ekonomické entity s právní subjektivitou, avšak s právní formou nikoli úplně vhodnou pro masívní typ podnikání, jako je například komanditní společnost. Těmto ekonomickým entitám, které nebyly spojeny se zvláštním veřejným zájmem, respektive přesněji subjektům v nich sdruženým tato obecná úprava výrazně ulehčila podmínky podnikání, zejména v tom, že jim umožnila vytvářet ekonomické subjekty vybavené *entity shielding* a omezeným ručením – *owner shielding*.

Před více než sto lety tedy došlo k dosažení stupně ve vývoji společenstevního práva, kdy větší podnikatelské subjekty ve vyspělých státech začaly být organizovány na bázi akciové společnosti a tento zásadní rys trvá od konce 19. století do dnešní doby. Akciová společnost je charakterizována: (1) plnou subjektivitou, (2) omezenou odpovědností akcionářů a manažerů za závazky společnosti, (3) sdíleným vlastnictvím společnosti investory, (4) delegací pravomocí manažerům na základě struktury v čele s představenstvem a (5) převoditelností podílů (akcií).¹³⁹

¹³⁹ HANSMANN, Henry – KRAAKMAN, Reinier: The End of History for Corporate Law. *Georgetown Law Journal*, Vol. 89, No. 2 (2001), s. 439-468

2.4.4 Ručení omezené a neomezené

S účastí v akciové společnosti je neodmyslitelně spojeno omezení rizik v zásadě pouze na obnos, který akcionář vložil do získání akcie. Pouze ve výjimečných případech může být po akcionáři požadováno další plnění. Toto omezení rizika je obvykle nazýváno jako omezené ručení či omezená odpovědnost (*limited liability*), přičemž omezené ručení je v této souvislosti chápáno širěji, než jak je upraveno v českém obchodním zákoníku (§ 105 odst. 1), či nově v zákoně o obchodních korporacích (§ 132 odst. 1). Lepším označením by tak byl výraz „omezené riziko“, nicméně výraz „omezené ručení“ či „omezená odpovědnost“ je však již zažitý.¹⁴⁰

Toto omezené ručení vyplývá z klasického pojetí právnických osob, kdy jsou odděleny závazky (dluhy) právnické osoby od závazků (dluhů) jejích členů. Toto pojetí bylo respektováno i ve středověku v souvislosti s existencí jednotlivých korporací. Opačné pojetí, tedy, že členové korporace by ručili za závazky společnosti, by se zjevně střetávalo i s realitou, neboť první korporace byly zejména církevní řády, přičemž jejich členové (mniši a jeptišky) neměli vlastní majetek, ze kterého by mohli hradit závazky korporace. Podobně komplikované, i když nikoli nemožné, by to bylo i u dalších typů korporací, což byly zejména města a cechy. Nicméně už právo ve starověkém Římě dokonale oddělovalo odpovědnost právnické osoby a osob fyzických, jejích členů, jakoli byl okruh právnických osob omezen pouze na Řím a jeho municipality. Ulpianus uvádí, že „dluhuje-li se co popolitosti, nedluhuje se to jednotlivcům, dluhuje-li co popolitost, nedluhují to jednotlivci“.¹⁴¹

Úplné oddělení majetku a závazků korporace (právnické osoby) od majetku a závazků jejích členů bylo i logickým vyústěním historického vývoje v rámci zvykového práva. Teprve až zákony přijímané mnohem později, v 19. století, umožňovaly vznik společností s neomezeným ručením – charta tak mohla být udělena ve Spojeném království i společnostem, ve kterých bylo širší ručení společníků, avšak tohoto institutu nebylo patrně využíváno.¹⁴² Podobně ve Francii a Rakousku byla právem přiznána subjektivita ekonomickým entitám typu komanditní společnosti a *partnership* (veřejné obchodní společnosti).¹⁴³ Kontinentální právo (Francie, Německo, Rakousko) tak přiznalo právní subjektivitu ekonomickým entitám, které ji předtím neměly, nicméně neodňala neomezené ručení společníkům-manažerům, čímž zachovala z hlediska ručení stávající stav. Při vědomí si těchto skutečností, lze učinit závěr, že až teprve moderní právo zakotvilo povinnost neomezeného ručení u určitých ekonomických subjektů.

Právní úprava společností, u nichž společníci nebo někteří společníci neomezeně ručí za závazky společnosti má přesto ekonomický smysl. Vytvořením právnické osoby došlo k jasnému účetnímu oddělení majetku financovaného investory od osobního majetku manažera, mimo jiné patrně také za účelem zlepšení účetního výkaznictví

¹⁴⁰ EISENBERG, Melvin A. – COX, James D.: *Corporations and Other Business Organizations*. 10. vyd. Unabridged. New York: Thomson Reuters / Foundation Press (2011), s. 415

¹⁴¹ Ulpianus citován podle BERAN, Karel: *Pojem osoby v právu: Osoba, morální osoba, právnická osoba*. Leges, Praha (2012), s. 14

¹⁴² MCCULLOCH, John R.: *A Dictionary, Practical, Theoretical, and Historical, of Commerce and Commercial Navigation*. (1836), s. 385

¹⁴³ MALÝ, Karel a kol.: *Dějiny českého a československého práva do r. 1945*. 4. vydání. Praha: Leges (2010), s. 292-295

v souvislosti s podnikáním, které sejevilo jako problematické.¹⁴⁴ Transparentnost účetnictví a jasné vymezení majetku spojeného s podnikáním jsou pak spojeny s upřesněním pravidel pro nakládání s tímto majetkem. Toto upřesnění pak posiluje postavení věřitelů, neboť brání, do značné míry, vyvedení majetku ze společnosti a jeho použití pro soukromé účely společníků. Zatímco tedy podnikající fyzická osoba nerozlišuje mezi majetkem určeným k podnikání a majetkem osobním, nebo rozlišuje minimálně, a může tak prostředky nutné pro další podnikání, například k uhrazení závazků, vynaložit pro čistě osobní účely, pak v případě, že majetek patří společnosti, je takovéto vyvedení obtížnější a snadněji právně postihnutelné. Dalším důvodem pro přiznání právní subjektivity ekonomickým entitám, které byly dosud bez právní subjektivity, bylo umožnění těmto subjektům žalovat (aktivní legitimace) a být žalován (pasivní legitimace).

V českém právu v dnešní době existuje celá řada ekonomických entit, od sdružení bez právní subjektivity přes společnosti s ručením neomezeným až ke společnostem s ručením omezeným a k akciovým společnostem. Část těchto entit nemá právní subjektivitu – v české jurisdikci je to například sdružení podle § 829 - § 841 obč. zák., resp. společnost podle § 2716 - § 2746 nov. obč. zák., anebo tiché společenství (§ 673 - § 681 obch. zák.), resp. tichá společnost (§ 2747 - § 2755 nov. obč. zák.), v anglosaských jurisdikcích je to pak zejména ve Spojeném království *partnership*, přestože tendence k přiznání a uzákonění subjektivity zde existují.¹⁴⁵ Taktéž v přibližně jedné třetině států americké federace jsou *partnership (general partnership)* stále bez právní subjektivity.¹⁴⁶ Podobně je ve Spojených státech bez právní subjektivity i část *limited partnership* a část *limited liability partnership*.¹⁴⁷

Další část ekonomických entit pak subjektivitu má – v české jurisdikci je to veřejná obchodní společnost (§ 76 - § 92 obch. zák.; § 95 - § 117 zák. o obch. korp.), komanditní společnost (§ 93 - § 104 obch. zák.; § 118 - § 131 zák. o obch. korp.), společnost s ručením omezeným (§ 105 - § 153 obch. zák.; § 132 - § 242 zák. o obch. korp.), akciová společnost (§ 154 - § 220 obch. zák.; § 243 - § 551 zák. o obch. korp.) a družstvo (§ 221 - § 260 obch. zák.; § 552 - § 773 zák. o obch. korp.). V anglosaských jurisdikcích pak má právní subjektivitu ve Spojeném království *unlimited company, company limited by guarantee* a *company limited by shares* (sec. 3 *Companies Act 2006*) a ve Spojených státech pak část *general partnership*, část *limited partnership* a část *limited liability partnership*,¹⁴⁸ a z amerických společností, které jsou upraveny na úrovni jednotlivých států americké federace, je to například *limited liability company*.¹⁴⁹

Zajištění omezeného ručení na smluvním základě pro všechny partnery v ekonomických entitách typu *joint-stock ventures*, včetně partnera manažujícího, bylo snad teoreticky možné, avšak obtížně dosažitelné na základě soukromoprávních vztahů

¹⁴⁴ McCULLOCH, John R.: *A Dictionary, Practical, Theoretical, and Historical, of Commerce and Commercial Navigation*. (1836), s. 389

¹⁴⁵ FRENCH, Derek – MAYSON, Stephen W. – RYAN, Christopher L.: *Company Law*. 2011-2012 Edition. (2011), s. 10

¹⁴⁶ CHOPER, Jesse H. – EISENBERG, Melvin A.: *Corporations*. Thomson – Bar/Bri (2005), s. 2-3

¹⁴⁷ CHOPER, Jesse H. – EISENBERG, Melvin A.: *Corporations*. Thomson – Bar/Bri (2005), s. 2-16

¹⁴⁸ CHOPER, Jesse H. – EISENBERG, Melvin A.: *Corporations*. Thomson – Bar/Bri (2005), s. 2-16

¹⁴⁹ CHOPER, Jesse H. – EISENBERG, Melvin A.: *Corporations*. Thomson – Bar/Bri (2005), s. 16-21

(a to pouze pro odpovědnost z kontraktu, nikoli z deliktu).¹⁵⁰ Tyto soukromoprávní vztahy založené smlouvou mezi soukromými subjekty však nemusely být respektovány soudy, jak ukázala praxe ve Velké Británii (později Spojeném království).¹⁵¹

Umožnění masivního rozšíření omezeného ručení (ve Spojeném království od roku 1855) zapříčinilo prudký vzestup počtu společností, které poskytovaly omezené ručení všem společníkům, včetně společníka manažujícího. Poptávku po omezeném ručení dokazuje i častý dnešní jev ve společnostech, které neposkytují omezené ručení všem svým společníkům, kdy se neomezené ručení fyzických osob eliminuje prostřednictvím právnické osoby s omezeným ručením všech společníků (např. komanditní společnost s komplementářem, který je společností s ručením omezeným). Totální odpovědnost manažujícího společníka za neúspěch v podnikání se tak změnila na odpovědnost za porušení povinností, v počátku vymezených v souladu s doktrínou *ultra vires*, v současné době vymezených v limitech fiduciárních povinností.

Z pohledu investora je důležitá skutečnost, že nemusí držet účast pouze v jedné společnosti, ale může své účasti založit ve více společnostech. Investor se tak vyhne vysokému riziku spojenému s investicí pouze v jedné společnosti. Dochází tak k diverzifikaci rizika, která je pro investory důležitá z důvodu jejich averze k riziku.¹⁵² To zároveň motivuje k neúčasti na aktivní správě akciové společnosti, neboť špatné fungování akciové společnosti nebo dokonce její úplný bankrot není takovou ztrátou pro akcionáře, a zároveň motivuje k investování do více společností, čímž vzniká tendence k rozptýlení vlastnictví.¹⁵³

¹⁵⁰ HANSMANN, Henry – KRAAKMAN, Reiner – SQUIRE, Richard: Law and the rise of the firm. *Harvard Law Review* Vol. 119 (2006), s. 1340

¹⁵¹ HANSMANN, Henry – KRAAKMAN, Reiner – SQUIRE, Richard: Law and the rise of the firm. *Harvard Law Review* Vol. 119 (2006), s. 1384-1385

¹⁵² KLEIN, William A. – COFFEE, John C., Jr.: *Business Organization and Finance. Legal and Economic Principles*. 10. vyd. (2007), s. 248-249

¹⁵³ EASTERBROOK, Frank H. – FISCHER, Daniel R.: *The Economic Structure of Corporate Law*. First Harvard University Press Edition (1996), s. 41-42

KLEIN, William A. – COFFEE, John C., Jr.: *Business Organization and Finance. Legal and Economic Principles*. 10. vyd. (2007), s. 146-150

3 Fenomén rozptýleného vlastnictví

3.1 Dominance velkých akciových společností

3.1.1 Nárůst velikosti

Až do poloviny 19. století, kdy byly schváleny obecné zákony o akciových společnostech, vznikaly akciové společnosti ve Velké Británii, později ve Spojeném království, na základě charty. Ve 45 letech následujících od roku 1758 bylo britským parlamentem schváleno 165 *canal acts*, tedy zákonů, na jejichž základě vznikly akciové společnosti pro vybudování a provozování vodních kanálů.¹⁵⁴

Role velkých akciových společností se dále zvýšila za průmyslové revoluce, kdy technologická náročnost vyžadovala velké množství kapitálu. Tuto situaci dobře ilustruje rozmach a vývoj železničního sektoru. První železniční společnosti ve Spojeném království vznikaly na základě individuálních zákonů. V období mezi 1. lednem 1826 a 1. lednem 1839 vzniklo 107 železničních společností s celkovým nominálním kapitálem ve výši £ 41 610 814, které byly upraveny celkem 161 zákony (některé společnosti byly upraveny, v rámci novelizací, více zákony, některé společnosti byly později spojeny).¹⁵⁵ Podle dalšího zdroje pak v roce 1836 bylo přijato 29 zákonů týkajících se železničních společností a v roce 1846 to bylo schváleno 272 těchto *Railway Acts*.¹⁵⁶ A konečně ještě podle jiného zdroje bylo v roce 1846 předloženo (*presented*) v *House of Commons* 561 návrhů železničních zákonů, z čehož pouze 271 získalo *royal assent*. Z těchto 271 zákonů se 24 zákonů týkají spojení (fúzí) anebo prodejů, 7 zákonů se týkalo nových stanic a rozšíření, 131 zákonů se týkalo nových odboček (*branches*) budovaných však již existujícími společnostmi a pouze 109 zákonů se týkalo nových tratí budovaných nově zřizovanými společnostmi. Celkový požadovaný kapitál byl £ 100 000 000, celková plánovaná délka železničních tratí činila 4 700 mil (z toho 60 mil tunelů) a zabráno mělo být 55 000 akrů půdy.¹⁵⁷ Britským *Railways Act 1921* došlo ke spojení asi sto dvaceti železničních společností do čtyř velkých společností,¹⁵⁸ existujících od roku 1923 až do roku 1948, ve kterém byly znárodněny na základě *Transport Act 1947*.

Vedle železničních společností začaly vznikat další společnosti, které operovaly s novými technologiemi, jako telegrafní společnost *Electric Telegraph Company* (1846), později přejmenovaná na *British Telecom*, dnes *BT*,¹⁵⁹ nebo ropná společnost *Royal*

¹⁵⁴ MASON, Roger: *Company Articles and Company Constitution*. Thorogood (2011), s. 2

¹⁵⁵ LECOUNT, Peter: *A Practical Treatise on Railways, explaining their Construction an Management, with numerous Woodcuts and ten Plates: being the Article „Railways“ in the seveth Edition of the Encyclopædia Britannica, with additional Details*. Edinburgh: Adam & Charles Black, North Bridge (1839), s. 403-408

¹⁵⁶ MASON, Roger: *Company Articles and Company Constitution*. Thorogood (2011), s. 2

¹⁵⁷ TUCK, Henry: *The Railway Shareholder's Manual; Or, Practical Guide to All the Railways in the World, Completed, in Progress, and Projected; Forming an Entire Railway Synopsis, Indispensable to All Interested in Railway Locomotion. To Which Is Added a Correct List of the Offices and Officers of Existing and Projected Railways*. 8th ed. London: Effingham Wilson (1847), s. iii

¹⁵⁸ The Railways Act and the Grouping, 1920-1923. [*The University of York, Institute of Railways Studies and Transport History – on line*] (February 2003)
Viz na: <http://www.york.ac.uk/inst/irs/irshome/features/readings/archive/grouping.htm>

¹⁵⁹ The BT family tree. [*BT – on line*]
<http://www.btplc.com/Thegroup/BTsHistory/TheBTfamilytree/index.htm> [on line 16. 9. 2013]

Dutch Shell (1907), která vznikla spojením dvou společností, anebo další ropná společnost *Anglo-Persian Company* (1909), později přejmenovaná na *British Petrol* a dnes nesoucí oficiální název *BP*.

Na druhé straně Atlantiku, ve Spojených státech, obdobně začaly vznikat železniční společnosti, z nichž největší byla společnost *Pennsylvania Railroads*, které byla udělena charta státem Pennsylvania v roce 1846. Posléze se přidaly ropné společnosti, z nichž největší se stala skupina společností známá jako *Standard Oil* v čele s holdingovou společností *Standard Oil Company of New Jersey* (1870), telegrafní společnost *American Telephone and Telegraph Company* (1883), dnešní společnost *AT&T*, a železárenská společnost *United States Steel Corporation* (1901), která vznikla spojením několika železárenských společností, z nichž největší byla *Carnegie Steel Company*.

Některé z výše uvedených společností existují dodnes (například společnost *Royal Dutch Shell*, známá jako *Shell*, společnost *BP* anebo třeba společnost *United States Steel*), jiné byly spojeny v procesu znárodnování (britské železniční společnosti v roce 1923) nebo naopak byly, v rámci protimonopolní politiky, rozděleny do několika nových společností (*Standard Oil*¹⁶⁰ nebo *AT&T*). Někdy se však rozdělené společnosti v pozdějším období opět spojily, jak se to stalo třeba v případě dvou největších společností odpadlých od *Standard Oil*, tedy společností *Exxon* a *Mobil*, spojených na základě fúze do dnes existující společnosti *ExxonMobil*.

Role, kterou obchodní společnosti hrají v dnešní globalizované ekonomice, je stěžejí přehlednější. Již v roce 1899 bylo ve Spojených státech vyrobeno 66.7 % všech průmyslových produktů kapitálovými společnostmi (*corporations*), v roce 1919 to bylo již 87 % a v roce 1932 pak bylo odhadováno, že podíl kapitálových společností dosahuje již 94 % na výrobě všech průmyslových produktů.¹⁶¹

Při pohledu v podstatě na všechna významná odvětví průmyslu lze pozorovat významné zvětšování společností, včetně, nebo dokonce zejména, zvětšování pomocí fúzí a akvizic. Ve významných odvětvích je tak často celosvětově pouze několik velkých hráčů, kteří za sebou zanechávají ostatní konkurenty, kteří pokud se nezvětší, často upadnou anebo se sami stanou součástí větších celků. Toto tvrzení potvrzuje i konkrétnější vzhled do prostředí velkých ekonomických entit.^x

V sektoru velkých stavebních společností došlo v posledních letech k zajímavému posunu. Zatímco v roce 2003 patřily mezi deset velkých stavebních společností čtyři velké japonské společnosti, dvě francouzské, dvě americké, jedna švédská a jedna německá společnost, v roce 2012 pak v první desítce bylo pět čínských společností (z toho tři na prvních třech místech), dvě francouzské (*Vinci* na čtvrtém místě) a po jedné společnosti španělské, americké a německé. Jedním z důvodů, proč japonské společnosti vypadly z první desítky, byla i jejich neochota ke spojování do větších celků.¹⁶²

¹⁶⁰ BURTON, Theodore E.: *Corporations and the State*. New York and London: D. Appleton and Company (1911), s. 181-224

¹⁶¹ BERLE, Adolf A. – MEANS, Gardiner C.: *The Modern Corporation and Private Property*. Harcourt, Brace & World, Inc. (1932), citováno podle vydání (přetisku) vydaného nakladatelstvím Transaction Publishers (2002), s. 14-15

¹⁶² The world's biggest construction companies: Great wall builders. *The Economist* (27. října 2012), s. 57

Na druhou stranu však existují odvětví, která jsou svým původem nová, respektive jde o odvětví rychle se rozvíjející, ve kterých výrazná a významná inovace dokáže zavedenou koncentrací a zavedené pořadí ekonomických subjektů na odvětvovém trhu razantně zvrátit. Takovýmto odvětvím je zejména odvětví informačních technologií, což je odvětví, které proniká například i do sektoru mobilních telefonických přístrojů (mobilních telefonů).

3.1.2 Velikost jako výhoda

Dnešní globální ekonomika má potřebu koncentrovat zdroje stejnou jako historické entity nebo dokonce je ekonomikou na dostatečné zdroje ještě náročnější. Prvním důvodem náročnosti na zdroje je globalizace ekonomiky samotná, kdy úspěch na trhu může být zajištěn pouze tehdy, když ekonomická entita dosáhne dostatečných úspor z rozsahu (*economies of scale*). Nezastupitelnost role velkých ekonomických entit je v dnešní době dána především následujícími faktory. Dnešní ekonomika je ekonomikou globální. Tedy, aby v současné globální konkurenci ekonomické entity mohly uspět, musejí být dostatečně velké všude tam, kde je možné využít úspor z rozsahu. Výroba ve velkém měřítku přináší snižování nákladů na vyráběnou jednotku. Dnešní produkty jsou technologicky mnohem složitější a tudíž i náročnější na výrobu, takže i jejich výrobce musí být dostatečně velkou entitou, přičemž rozložení výroby mezi více nezávislých ekonomických entit není možné pro neúměrné zvýšení transakčních nákladů.¹⁶³ Dalším důvodem pro ekonomicky odůvodnitelné zvětšení pak může být vzácnost zdrojů. Pokud například je na celém světě pouze omezené množství vědců schopných provádět výzkum při hledání nového léku, pak tato limitace omezuje rovněž počet ekonomických entit a nutí je ke vzájemné integraci.

Od konce 19. století až do dnešní doby proběhlo velké množství fúzí a akvizic, které vedly k dalšímu a dalšímu zvětšování již beztak velkých akciových společností. Část fúzí či akvizic byla sice nakonec zvrácena a společnosti rozděleny či akvizice odprodány. Nicméně rozdělení a odprodej dříve integrovaných subjektů lze považovat naopak zase za důkaz toho, že celý proces ve své ekonomické podstatě funguje. Tedy, pokud fúze a akvizice nemají v daném jednotlivém případě své ekonomické opodstatnění, pak integrovaný subjekt není úspěšný a nezbyvá než proces zvrátit, což lze označit jako „nepřijetí trhem“ dané fúze či akvizice. Dobrým příkladem je opětovné rozdělení společností *Daimler* a *Chrysler*, předtím integrovaných do sloučené společnosti *DaimlerChrysler*. Úspěšné integrace však převládají. Tyto fúze a akvizice tak lze z empirického hlediska považovat za důkaz ekonomického smyslu růstu společností.

Důkaz o ekonomickém významu velkých ekonomických entit potvrdil i sám trh, když v devadesátých letech 20. století a začátkem 21. století došlo samovolně pomocí tržních sil ke znovusjednocení blízkých odvětví, dříve administrativně rozdělených, do kombinovaných celků. Toto se potvrdilo i například v oblasti elektroenergetiky nebo v oblasti železniční dopravy. Elektroenergetika, která byla v některých státech „násilně“ rozdělena na část výrobní a na část rozvodnou, podle logiky nutnosti regulace rozvodné části jako přirozeného monopolu, se v následujících letech z velké části znovu sjednotila a to tak, že výrobci elektřiny znovu získali rozvodnou infrastrukturu postupnou akvizicí jednotlivých malých distribučních společností. Tak tomu bylo ve Spojeném království i v České republice. Tlak na podobný vývoj lze pozorovat i v oblasti železniční dopravy,

¹⁶³ COASE, Ronald H.: The Nature of the Firm. *Economica*, Vol. 4, No. 16 (November 1937), s. 386-405

kde byla železniční infrastruktura oddělena od železničních dopravců. I železniční dopravci, podobně jako výrobci elektřiny, mají zájem o infrastrukturu, kterou používají.

Navíc, obzvláště v oblasti elektroenergetiky, došlo, kromě výše zmíněných vertikálních integrací, i k integraci horizontální, tedy k vzájemnému spojování výrobců elektřiny. To zase dokládá význam specializace, které jsou velké společnosti uvnitř svých podniků schopny. Tato specializace zase umožňuje mnohem širší a kvalitnější rozsah činnosti těchto subjektů. Zřejmě i tato specializace existující uvnitř velkých společností a velký záběr v jejich činnosti umožňuje těmto velkým subjektům se lépe vyrovnat i se současnou globální ekonomickou krizí. Existence velkých ekonomických subjektů v jednotlivých státech se pak pozitivně projevuje v národních ekonomikách.¹⁶⁴ Mimoto i úspěch německých společností typu *Mittelstand* (společnosti střední velikosti a zpravidla rodinného charakteru) je z velké části závislý na existenci velkých společností, na které jsou společnosti typu *Mittelstand* navázány ve výrobním řetězci.¹⁶⁵

Velké ekonomické entity mají v současnosti v drtivé většině právní formu kapitálové společnosti, která umožňuje zejména omezit rizika spojená s podnikáním (případně, jde-li o společnosti osobního typu, pak jsou konstruovány tak, aby neomezené ručení nedopadlo na fyzické osoby) a z typů kapitálových společností je pak většinou volena akciová společnost. Z důvodů, proč tomu tak je, tedy proč je v praxi volena mnohem častěji právní forma akciové společnosti před formou společnosti s ručením omezeným lze uvést snadnou převoditelnost podílů (akcií) a také i existenci kolektivního manažerského (správního) orgánu u akciové společnosti na rozdíl od společnosti s ručením omezeným. Tento kolektivní orgán pak umožňuje efektivnější správu velké akciové společnosti a lépe zajišťuje centralizovaný management.

Dalším důvodem pak může být **snížování nákladů na akcionářský či dluhový kapitál**. Poskytovatelé peněžního kapitálu, ať už poskytovatelé dluhového kapitálu anebo investoři do podílů na zisku, budou ochotni poskytnout své prostředky většímu subjektu s nižší úrokovou sazbou nebo s nižšími požadavky na relativní výši dividend. Velké společnosti jsou výrazně méně závislé na přijatých půjčkách a úvěrech než je tomu u menších společností.¹⁶⁶ Menší společnosti jsou i společnosti typu *private equity*, které až do roku 2008 byly obdivovanými entitami.¹⁶⁷ Avšak už v první polovině roku 2009 měly společnosti typu *private equity* tvrdý život – horší přístupnost k úvěrům výrazně omezila jejich aktivitu.¹⁶⁸

Neochota se zvětšovat, včetně zvětšování prostřednictvím fúzí a akvizic, může vést k bezvýznamnosti dané společnosti ve svém oboru. V tomto duchu je vysvětlován pád do bezvýznamnosti, který zažily japonské stavební společnosti začátkem dvacátého

¹⁶⁴ HALTIWANGER, John C. – JARMIN, Ron S. – MIRANDA, Javier: Who Creates Jobs? Small vs. Large vs. Young. NBER Working Paper No. 16300 (August 2010, revised November 2012)
Dosažitelné na: http://www.nber.org/papers/w16300.pdf?new_window=1

BRAGUINSKY, Serguey – BRANSTETTER, Lee G. – REGATEIRO, Andre: The Incredible Shrinking Portuguese Firm. NBER Working Paper No. 17265 (July 2011)
Dosažitelné na: <http://www.nber.org/papers/w17265>

¹⁶⁵ Reviving manufacturing: No land of giants. *The Economist* (26. listopadu 2011), s. 46

¹⁶⁶ Company balance-sheets: The sensible giants. *The Economist* (2. května 2009), s. 57

¹⁶⁷ *The Economist* (*Kings of capitalism: A survey of private equity*) (27. listopadu 2004), s. 1-16

¹⁶⁸ Buttonwood: Testing the model. *The Economist* (11. července 2009), s. 64

prvního století, když předchozím století dominovaly stavebního trhu.* Důvody, proč si investoři k investování vybírají akcie velkých společností, souvisejí jednak s likviditou a taktéž s rizikem.

Vysvětlit **likviditu** a její souvislost s ochotou investovat je vcelku jednoduché. Investoři, kteří jsou při svém rozhodování vedeni tzv. investiční triádou – výnos, riziko, likvidita, jednoznačně preferují vyšší likviditu před nižší.¹⁶⁹ Likvidita je pak obzvlášť důležitá pro takové právnické osoby, jako jsou penzijní fondy nebo pojišťovací společnosti, které mohou v určitých obdobích potřebovat náhle větší podíl likvidních peněžních prostředků (peněz v užším smyslu).

S rostoucí velikostí společnosti pak taktéž klesá **riziko** investování do jejích akcií. To souvisí s tím, že větší společnosti jsou odolnější vůči náhlým výkyvům na trhu. Dále pak velikost společnosti taktéž snižuje náklady na monitorování ekonomické entity (*agency costs*), vzhledem k tomu, že tato entita je pod dozorem velkého počtu jiných investorů a dalších subjektů, jako jsou média anebo ratingové agentury, a rovněž snižuje monitorovací náklady v poměru na investovanou jednotku měny, vzhledem k tomu, že je možné investovat větší obnos peněz.

Hledisko investorů již bylo zmíněno v souvislosti s genezí akciových společností v Anglii, respektive ve Velké Británii, mezi lety 1688 a 1720, když bylo uvedeno, že jednou z příčin vzniku velkých akciových společností byl i výrazný apetit investorů investovat své prostředky do akciového kapitálu. Na historických příkladech, zejména na vývoji britské východoindické společnosti bylo pak ukázáno, že i touha po investování, či možná touha po rychlém zbohatnutí, může být důvodem pro vznik nových společností.

Je třeba odpovědět na otázku, zda je ekonomicky odůvodnitelné bránit od určitého bodu růstu ekonomické entity. Zda se ekonomická entita může od určité velikosti stát hrozbou pro ekonomiku či překážkou ekonomického rozvoje. Z výše uvedeného vyplývá, že existuje ekonomické opodstatnění pro existenci velkých společností. Existují tedy i důvody proti této existenci, respektive důvody pro bránění zvětšování existujících ekonomických subjektů či entit? Nejvýznamnějším důvodem omezování růstu ekonomických subjektů je ochrana konkurence nebo dokonce zamezení vzniku monopolu.

Tento důvod jako důvod pro bránění v růstu určité ekonomické entity, respektive jako důvod pro rozdělení ekonomické entity, by měl být přijatelný až po vyčerpání dalších možných cest k zajištění konkurence, jako je otevření trhu zahraniční konkurenci, a to jak odstraněním cel, tak i zrušením kvót, sjednocením administrativních pravidel, uznávání technických norem atd. Volný trh a mezinárodní obchod jako nástroj pro zajištění konkurence může být lepším nástrojem pro zabránění vzniku monopolu než uzavřený trh. Z ekonomického hlediska se tak zajišťuje konkurence tím, že se zvětšuje relevantní trh, a nikoli tím, že se budou zmenšovat subjekty působící na tomto trhu. Konečně, je třeba vzít v úvahu i pohled zákazníků, pro které, paradoxně, může být přemíra malých subjektů na trhu problémem, podobně jako tomu je u investorů. Místo

* *vide supra* s. 42

¹⁶⁹ BORKOVEC, Aleš: Obrana akcionáře proti nepřiměřené ceně za akcii. *Právní rádce*, roč. 11, č. 4 (2003.), s. 26-33

BORKOVEC, Aleš: Obrana akcionáře proti nepřiměřené ceně za akcii. *Auditor*, roč. 7, č. 5 (2003), s. 23-29

toho, aby byl rozšířen okruh soutěžitelů na trhu, může být pro zákazníka výhodnější, když se trh pročistí a zůstanou na něm producenti, kteří produkují kvalitní zboží a služby.

3.2 Geneze corporate governance

3.2.1 Vliv investorů na řízení

Ve všech ekonomických entitách, ve kterých jedna či více osob jedná z pověření a v zájmu druhé osoby, či druhých osob, vzniká zároveň tzv. *agency problem* (*principal-agent problem*), česky překládaný jako problém agentury. Problém agentury se týká rovněž všech ekonomických entit, ve kterých existují investoři, jako *principals* (principálové) a manažeři, jako *agents* (agenti), přičemž investoři a agenti jsou rozdílné osoby. Vztah mezi principály a agenty v agentuře je zatížen tzv. *agency costs*, do češtiny překládaných jako náklady agentury.¹⁷⁰

První projekty založené na spojeném kapitálu byly krátkodobé projekty, provozované pouze po dobu měsíců nebo několika roků. Tyto projekty po splnění svého účelu byly ukončeny (srovnej zrušení akciové společnosti po dosažení stanoveného účelu – § 68 odst. 3 písm. b) obch. zák.; § 171 písm. b) nov. obč. zák.). Investor tedy vkládal do projektu své prostředky za účelem, který byl, alespoň rámcově vymezen do budoucnosti, a tento rámec nebylo možné měnit. Investor se tím sám a dobrovolně *ex ante* vzdával práva na rozhodování v rámci správy tohoto projektu. Pokud by tedy nesouhlasil s vymezením projektu, neinvestoval by. Podobně to platilo i pro první akciové společnosti, které ještě neměly trvalý základní kapitál. *East India Company* v letech 1601 až 1612 vytvářela kapitál vždy pouze pro jednu obchodní cestu. Po skončení obchodní cesty bylo zboží zpeněženo a vložený kapitál zvýšený o vytvořený zisk byl vyplacen investorům.

Pro investora bylo také technicky obtížné jakkoli zasahovat do řízení (managementu) společnosti. Zpravidla šlo o projekty, ve kterých z podstaty věci bylo třeba ponechat širokou volnost v rozhodování manažerům, neboť jim nebylo možné v dalším období udělovat jakékoli pokyny. Jak bylo uvedeno výše, první společnosti vznikaly velmi často za účelem obchodování se vzdálenými regiony. Za tehdejšího stavu komunikačních prostředků nebylo již možné manažery výpravy (kapitány lodí) po opuštění základny (přístavu) ani účinně monitorovat, natož je na dálku instruovat. Technická omezenost komunikace mezi investory a manažery tak rozdělovala principály a agenty.

Tak například první *Russia Company*, tedy *Mysterie and Companie of the Marchants Adventurers for the discoverie of regions, dominions, islands and places unknown*, byl původně projekt zaměřený na objevování novým zámořských zemí, přesněji zaměřený na nalezení severovýchodní cesty do Číny a Indie, a na provádění obchodu s těmito zeměmi, který měl určitou předpokládanou dobu trvání. Přestože původním plánem bylo nalezení cesty do Indie, ve skutečnosti výprava skončila v Rusku.* Nejvyšší manažer celého projektu, Sebastian Cabot, dlel v Londýně, velitel výpravy Hugh Willoughby se

¹⁷⁰ JENSEN, Michael. C. – MECKLING, William H.: Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. Vol. 3, No. 4 (1976), s. 305-360

* *vide supra* s. 18-19

svou lodí a společně s jednou další lodí definitivně uvízl v neobydlených končinách na severu Skandinávského poloostrova a pouze jedna loď vedená Richardem Chancellorem doplula do přístavu zátoky Svatého Mikuláše (dnes Bílé moře) – do osady Colmogro (Холмогоры),¹⁷¹ v oblasti dnešního města Archangelsk. Richard Chancellor neměl technické prostředky, aby mohl komunikovat se svým přímým nadřízeným Hughem Willoughbym a už vůbec nemohl kontaktovat ústředí společnosti v Londýně. A tak navázání styků s ruským carem a provedení prvních obchodů bylo plně na jeho odpovědnost. Navzdory tomu, Richard Chancellor byl v manažerské pyramidě až v třetí linii, byla klíčová rozhodnutí plně v jeho kompetenci. Z tohoto pohledu jednal jako přímý agent investorů. I z tohoto příkladu je zřejmé, že volnost jednání geograficky vzdálených manažerů byla značná.

Technická nemožnost kontrolovat agenty, kteří jako kapitáni lodí manažovali záležitosti, neumožňovala zvrátit jejich případné excesivní chování, ke kterému v realitě docházelo.¹⁷² Tyto skutečnosti – předem stanovený projekt na dobu určitou, tehdejší úroveň technické komunikace umožňující pouze omezené monitorování a úkolování – tak vedlo k tomu, že vlastníci nemohli fakticky zasahovat do řízení. Investoři tak byli odděleni od řízení vzhledem k technické nemožnosti zasahovat do řízení.

Situace se začala měnit poté, co kapitál v společnostech začal zůstávat a po skončení jednoho projektu byl použit na financování dalších projektů. Tyto projekty byly druhově stejné, tak jak je vymezovala charta společnosti a technické možnosti doby (např. realizování obchodu s Indií formou plaveb do Indie a zpět). Vytvoření tohoto trvalého akcionářského kapitálu ve společnostech vedlo k růstu váhy ústředních (vrcholových, nejvyšších) manažerů, kteří o těchto dalších projektech rozhodovali, a zároveň vzrostla snaha investorů o zlepšení monitoringu rozhodování těchto nejvyšších manažerů.

Tento vývoj lze dobře ilustrovat na příkladu fungování nizozemských východoindických společností před rokem 1602. V době, kdy systém zámořských plaveb fungoval na principu financování jednotlivých realizovaných projektů, spory ohledně *corporate governance* neexistovaly, neboť *de facto* neexistovalo samotné *corporate governance*. Situace se změnila vznikem *Vereenigde Oost-Indische Compagnie* v roce 1602. Charty vydávané v Anglii, a později v Británii, zpravidla zaručovaly právo společníků volit vedení společnosti. Toto pravidlo bylo respektováno už u prvních akciových společností, jako byla *Russia Company* nebo *East India Company*. V případě *East India Company*, se *Privy Council* (královská tajná rada), ve které královna rozhodovala o udělení souhlasu s chartou společnosti, pokusila ovlivnit výběr manažerů, a to konkrétně výběr velitele první výpravy do Indie. Nakonec však byl respektován názor akcionářů společnosti.¹⁷³ V případě nizozemské *Vereenigde Oost-Indische Compagnie* tomu bylo jinak – direktori společnosti byli vyjmenováni přímo v zakladatelském dokumentu, tedy v chartě společnosti (čl. XVIII. – čl. XXIII.). Personální obsazení vedení společnosti – správních rad jednotlivých komor (*kamers*) tak bylo

¹⁷¹ *The Origin and Early History of the Russia or Muscovy Company, taken from Hakluyt, Purchas, etc.* London (1830) s. 6, 21

¹⁷² MICKLETHWAIT, John – WOOLDRIDGE, Adrian: *Company: A Short History of Revolutionary Idea*. Modern Library (2003), s. 19

¹⁷³ MICKLETHWAIT, John – WOOLDRIDGE, Adrian: *Company: A Short History of Revolutionary Idea*. Modern Library (2003), s. 21-22

předem dané. Jednotliví direktori byli jmenovitě uvedeni přímo v chartě a tím *de facto* jmenování na 21 let, protože však charta společnosti byla před vypršením 21-leté lhůty obnovena (prodloužena), a i následně byla obnovována, stala se v důsledku toho funkce původních direktorů doživotní a bylo nutno vytvořit proceduru doplňování direktorů (zemřelých, odstoupivších). Z direktorů pak byla složená sedmnáctičlenná ústřední správní rada, známá pod označením *Heren XVII* (resp. dříve psáno jako *Heeren XVII*) – výběr v ní zasedajících direktorů byl proveden správními radami jednotlivých komor. Ústřední správní rada však rozhodovala o obchodním vedení společnosti a její rozhodovací činnost se dostávala do střetu s názory akcionářů. Akcionáři personální obsazení vedení společnosti sice ovlivnit nemohli, avšak v roce 1623 si vymohli zřízení dozorčího orgánu společnosti, známého jako *Heren IX* (*Heeren IX*), přes jehož monitorovací činnost hodlali prosazovat zlepšení výkonnosti společnosti. Tím byl mimo jiné na dlouhou dobu založen dualistický systém správy nizozemských akciových společností.¹⁷⁴

Dalším důvodem pro slabou pozici akcionářů nizozemské východoindické společnosti mezi lety 1602 a 1622 mohlo mít ustanovení charty, které umožňovalo akcionářům vystoupit ze společnosti, což bylo spojeno s navýšenou výplatou jejich investice (čl. VII – IX charty společnosti z roku 1602). Pokud charta umožňovala akcionáři jeho exit ze společnosti, argumentačně se tím oslabovalo právo na zajištění jeho organizačních práv, protože nespokojený akcionář nemusel ve společnosti setrvat, ale mohl ji za předem stanovených podmínek opustit.

Problém principála a agenta existoval i v ekonomických entitách typu *joint-stock ventures*, ve kterých byla k dispozici široká škála možného nastavení vztahu mezi investory a manažery v rámci smluvní volnosti, včetně nastavení vlivu principála na agenta-manažera. Začínající manažer musí bojovat o přízeň investorů, podrobovat se jejich detailnímu monitoringu, případně snést jejich spolurozhodování, zatímco úspěšný manažer je v pozici, kdy si sám může vybírat investory.

3.2.2 Investorská struktura

Ekonomická entita, známá později jako *Russia Company*, shromáždila v roce 1553 pro svoji první a vysoce rizikovou cestu kapitál ve výši £ 6 000, který byl rozdělen na 240 dílů, přičemž na jeden podíl připadal kapitál £ 25 (tj. nominální hodnota jedné kvazi-akcie byla £ 25). Každý investor si koupil právě jeden podíl, takže společnost (společenství) měla 240 podílníků.¹⁷⁵ Toto dokonalé rozptýlení investorů lze vysvětlit vysokým rizikem spojeným s projektem, ve kterém si každý investor byl ochoten koupit pouze jeden podíl. Drtivá většina podílníků (resp. již akcionářů) měla i v roce 1555 právě jeden podíl (akcii) ve společnosti, i když po předchozím úspěchu se našli i investoři, kteří byli ochotni koupit více než jednu akcii. Počet akcionářů tak byl o něco nižší než počet akcií – 207 akcionářů na 240 akcií.¹⁷⁶

¹⁷⁴ JONGH, J. Matthijs de: Shareholder Activism at the Dutch East India Company in 1622, s. 49
Dosažitelné na: http://millstein.som.yale.edu/sites/millstein.som.yale.edu/files/Shareholder%20Activists%20in%20the%20Dutch%20East%20India%20Company%201622_0.pdf

¹⁷⁵ SCOTT, William R.: *The Constitution and Finance of English, Scottish and Irish Joint-stock Companies to 1720*. Vol. III. Cambridge: at the University Press (1911), s. 463

¹⁷⁶ SCOTT, William R.: *The Constitution and Finance of English, Scottish and Irish Joint-stock Companies to 1720*. Vol. III. Cambridge: at the University Press (1911), s. 462-463

Počet akcionářů v anglických společnostech začal strmě růst v devadesátých letech 17. století. *East India Company* (stará východoindická společnost) začala v roce 1599 (resp. 1600) se 198 akcionáři, v roce 1617 měla 954 akcionářů, v roce 1681 se počet akcionářů pohyboval v rozmezí 530 až 600, v roce 1688 měla společnost 320 akcionářů, v roce 1693 měla 482 akcionářů, v roce 1698 jich pak bylo už 1200, poté v roce 1701 počet akcionářů poklesl na 763 a v roce 1708 byl počet akcionářů 965. Akcie *Bank of England* upsalo v roce 1694 při jejím vzniku 1267 akcionářů.¹⁷⁷

Upisovatelé *Bank of England* upsali akcie v hodnotě od £ 100 do £ 10 000. Sociální složení akcionářů bylo velmi různorodé. Akcie v celkové hodnotě £ 10 000 upsali společně Jejich Veličenstva král William (Vilém) a královna Mary (Marie). Vedle nich upsala stejný počet akcií ještě jedna osoba. Král a královna, kteří vládli společně, byli zastoupeni při úpisu komisaři pokladny (*Commissioners of the Treasury*). Mezi pět komisařů patřili i dva klíčoví státní úředníci, a to *First Lord of Treasury* (tato funkce byla později spojena s funkcí předsedy vlády) a *Chancellor of the Exchequer* (ministr financí). Vzhledem k tomu, že komisaři pokladny představovali část vlády (exekutivy) lze králem a královnou upsané akcie označit za investici státu zakládající státní účast v *Bank of England*. Ministr financí nakoupil pak sám pro sebe akcie za £ 2 000. Další upisovatele tvořila široká škála osob, mezi něž patřili šlechtici, konšelé, zlatníci, klenotníci, obchodníci se zámořím, obchodníci s textilem a jeho výrobci, obchodníci s potravinami, lékaři, ranhojiči, lékárníci, kuchaři, zpracovatelé i prodejci kůží, hodináři, námořníci, producenti soli, důstojníci, úředníci, pekař, zbrojář, chemik, pivovarníci, výrobce kočárů, muzikant, mydlář (výrobce mýdla), sedlák nebo kovář.¹⁷⁸

Ve společnosti *The English Copper Company* se akcionáři v roce 1709 stali natolik „rozptýlenými“, že vedení společnosti nebylo schopno doručovat jim oznámení o konání valné hromady tak, jak to ukládalo ustanovení charty (v tomto případě však měli akcionáři i své vlastní důvody, aby byli nedostupní).¹⁷⁹ Ve společnosti známé jako *Mines Royal* v roce 1571 bylo 10 akcií z celkových 24 akcií vlastněno akcionáři z Německa.¹⁸⁰

Počet akcionářů v anglických a později britských společnostech se zvyšoval až do roku 1720, kdy vyvrcholila investorská horečka. Následně se opět obnovuje vzestup počtu akcionářů v období železniční investorské horečky v první polovině 19. století, kdy pro realizaci železničních projektů bylo nutné shromáždit množství kapitálu, které bylo mimo možnosti i nejbohatších osob Spojeného království.¹⁸¹ Jedna z největších železničních společností, společnost *Midland Railway* měla kolem roku 1876 přibližně

¹⁷⁷ SCOTT, William R.: *The Constitution and Finance of English, Scottish and Irish Joint-stock Companies to 1720*. Vol. III. Cambridge: at the University Press (1911), s. 464-467

¹⁷⁸ Bank of England: Index to the Book of Subscriptions 1694. [*Bank of England – on line*] Dosažitelné na: http://www.bankofengland.co.uk/about/Documents/pdfs/bankstock_transcript.pdf [on line 19. 9. 2013]

¹⁷⁹ SCOTT, William R.: *The Constitution and Finance of English, Scottish and Irish Joint-stock Companies to 1720*. Vol. II. Cambridge: at the University Press (1910), s. 433

¹⁸⁰ SCOTT, William R.: *The Constitution and Finance of English, Scottish and Irish Joint-stock Companies to 1720*. Vol. II. Cambridge: at the University Press (1910), s. 57, 462-463

¹⁸¹ KOSTAL, Rande W.: *Law and English Railway Capitalism 1825-1875*. Clarendon Press, Oxford (1994), s. 14

20 000 akcionářů.¹⁸² Americká železniční společnost *Pennsylvania Railroad* v roce 1880 měla 13 000 akcionářů.¹⁸³

K mnohem většímu rozptýlení akcií však došlo začátkem 20. století. Tehdy se ve Spojených státech amerických vynořila moderní akciová společnost s velkým množstvím akcionářů vlastnících relativně pouze malou část akcií ve společnosti. Tento typ moderní akciové společnosti bravurně popsali ve své dnes již klasické práci vědci Adolf Berle a Gardiner Means – významný právník a významný ekonom.¹⁸⁴

U tří největších amerických společností (k roku 1931) rostl počet akcionářů následovně:¹⁸⁵

American Telephone and Telegraph Co. – z 10 000 v roce 1901, přes 41 000 v roce 1910 a 139 448 v roce 1920, až na 642 180 akcionářů v roce 1931,

Pennsylvania Railroad – z 28 408 v roce 1902, přes 65 283 v roce 1910 a 133 068 v roce 1920, až na 241 391 v roce 1931,

United States Steel Corp. (pouze kmenové akcie) – z 15 887 v roce 1901, přes 28 850 v roce 1910 a 95 776 v roce 1920, až na 174 205 v roce 1931,

přičemž z publikované tabulky se dá vyčíst a vypočítat, že mezi roky 1901 (1902) a 1931 počet akcionářů u společnosti *American Telephone and Telegraph Co.* rostl víceméně plynule tempem 15 % ročně, u společnosti *Pennsylvania Railroad* byl růst méně plynulý a činil necelých 8 % ročně a u společnosti *United States Steel Corp.* byl vývoj počtu akcionářů kolísavý, docházelo i k meziročnímu poklesu počtu akcionářů, nicméně průměrný meziroční růst přesahoval 8 % ročně.

3.3 Moderní corporate governance

3.3.1 Systémy corporate governance

Řešení problematiky vztahů mezi principály a agenty v akciové společnosti se nazývá *corporate governance*. Jedna z nejstručnějších **definic corporate governance** obecně je, že *corporate governance* je vztah mezi základními účastníky v akciové společnosti týkající se rozhodování o směřování a chodu této akciové společnosti; základními účastníky jsou: (1) akcionáři, (2) management a (3) správní rada (dozorčí rada a představenstvo).¹⁸⁶ Existují však i další méně či více obsáhlé definice.¹⁸⁷

¹⁸² WILLIAMS, Frederick S.: *The Midland railway: Its Rise and Progress. A Narrative of Modern Enterprise*. London: Strahan & Co. Paternoster Row (neuveveno, patrně 1876), s. 607

¹⁸³ BERLE, Adolf A. – MEANS, Gardiner C.: *The Modern Corporation and Private Property*. Harcourt, Brace & World, Inc. (1932), citováno podle vydání (přetisku) vydaného nakladatelstvím Transaction Publishers (2002), s. 52

¹⁸⁴ BERLE, Adolf A. – MEANS, Gardiner C.: *The Modern Corporation and Private Property*. Harcourt, Brace & World, Inc. (1932), citováno podle vydání (přetisku) vydaného nakladatelstvím Transaction Publishers (2002)

¹⁸⁵ BERLE, Adolf A. – MEANS, Gardiner C.: *The Modern Corporation and Private Property*. Harcourt, Brace & World, Inc. (1932), citováno podle vydání (přetisku) vydaného nakladatelstvím Transaction Publishers (2002), s. 52

¹⁸⁶ *OECD Principles of Corporate Governance 2004*, s. 11-12.

Přední odborník na korporátní právo John C. Coffee, Jr. definuje dva zásadně odlišné druhy „vlastnictví“ (*ownership*) obchodních společností v současném světě:¹⁸⁸

- (1) Rozptýlený vlastnický systém (*Dispersed Ownership System*), který je charakterizován rozptýlením akcií mezi velké množství akcionářů, kteří jsou majiteli pouze relativně malého množství akcií, rozvinutými veřejnými trhy s cennými papíry, vysokými standardy v oblasti poskytování informací jednotlivými obchodními společnostmi i veřejným trhem (burzou) a tedy systémem, ve kterém trh s korporátní kontrolou vytváří ultimativní disciplinární mechanismy
- (2) Koncentrovaný vlastnický systém (*Concentrated Ownership System*), který je charakterizován existencí dominantních (většinových) akcionářů, slabými veřejnými trhy s cennými papíry, vysokými soukromými benefity plynoucími dominantním (většinovým) akcionářům z jejich postavení, nízkými standardy v oblasti poskytování informací obchodními společnostmi i veřejným trhem (burzou), kdy veřejný trh (burza) hraje pouze malou roli v dohledu nad hospodařením a řízením obchodních společností a kdy dohled nad společnostmi přebírají velké banky

Profesor Coffee odkazuje ve své definici na další práce.¹⁸⁹

Akcionářská struktura („vlastnictví“) je hlavním faktorem charakterizujícím jednotlivé systémy (avšak nikoli jediným). I pro tyto systémy *corporate governance* se vžily alternativní názvy podle toho, v jaké části světa převládly. Pro *corporate governance* spojené s rozptýleným vlastnictvím a typicky s jedním správním orgánem se vžil název anglosaské *corporate governance*, pro systém *corporate governance* s koncentrovanou strukturou a typicky dvěma správními orgány pak název kontinentální *corporate governance* (kontinentální myšleno jako evropské bez britských ostrovů).

Mimo výše uvedené rozdíly, se *corporate governance* v různých částech světa odlišuje i z hlediska formální úpravy vnitřní struktury akciových společností. Z tohoto pohledu se rozlišuje model monistický (anglosaský), ve kterém má akciová společnost jediný správní orgán – správní radu (*board of directors*) a dualistický (německý) model, ve kterém má akciová společnost dva správní orgány – představenstvo (německy: *Vorstand*) a dozorčí radu (německy: *Aufsichtsrat*).

Oddělení vlastnictví od řízení

S rozptýlenou akcionářskou strukturou je spojen jev označovaný jako *separation ownership from control* (někdy také *separation ownership and control*), do češtiny

Dosažitelné na: <http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>

¹⁸⁷ MALÝ, Milan – THEODOR, Michal – PEKLO, Jaromír: *Řízení a správa společností (corporate governance)*. VŠE Praha (2002), s. 7-9

¹⁸⁸ COFFEE, John C., Jr.: The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control. *The Yale Law Journal*, Vol. 111 (Oct. 2001), s. 3

¹⁸⁹ Zejména na JOHNSON, S – LA PORTA, Rafael – LOPEZ-DE-SILANES, Florencio – SHLEIFER, Andrei.: Corporate Ownership Around the World. *The Journal of Finance*. Vol. 54, No. 2 (1999), s. 471-517.

NENOVA, Tatiana: The Value of Corporate Votes and Control Benefits: A Cross Country Analysis. (2000) Dosažitelné na: http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=237809

překládaný jako oddělení vlastnictví od řízení, resp. oddělení vlastnictví a řízení. Jev oddělení vlastnictví od řízení popsali Adolf Berle a Gardiner Means a přitom sami jako první použili tento termín, tedy *separation of ownership and control*, který bychom dnes označili jako *separation ownership from management*, tedy oddělení „vlastnictví“ od řízení (managementu).¹⁹⁰ (Místo „oddělení“ by bylo možná lepší použít termín „vzdálení se“ a zavést míru vzdálení se od řízení.) Oddělení „vlastnictví“ od řízení představuje situaci, kdy „vlastníci“, přesněji tedy akcionáři, jsou osoby odlišné od výkonných manažerů společnosti, nicméně Berle a Means ho spojili s rozptýlenou akcionářskou strukturou. Část současných velkých akciových společností, které se staly výdobytkem moderní doby, jsou tak zásadním způsobem odlišné od akciových společností, tak jak byly známé v 19. století. Za dané situace v akciové společnosti s rozptýleným vlastnictvím, kdy nikdo konkrétní nenese silnější přímou zodpovědnost za chod společnosti, jsou rozhodnutí (podobně jako v každé demokracii) výsledkem společného rozhodnutí jedinců majících přibližně stejnou váhu hlasu (počet hlasů). Pak, tvrdili Berle a Means, se faktická moc přesouvá do rukou manažerů a akcionáři se stávají pouze pasivními investory.¹⁹¹

Rozptýlené versus koncentrované vlastnictví

Na rozdíl od veřejných akciových společností s rozptýleným vlastnictvím, které dominují ve Spojených státech amerických a ve Spojeném království, rodinné firmy nebo veřejné akciové společnosti s koncentrovaným vlastnictvím (tedy s přítomností dominantního akcionáře) převažují v Německu, Francii, Itálii či ve Skandinávii.¹⁹² Nicméně i v rámci anglosaských států existují rozdíly, když průměrný *blockholder* (dominantní akcionář) ve Spojeném království drží 9.9 % akcií v akciových společnostech obchodovaných na burze, zatímco ve Spojených státech amerických je to pouhých 5 %.¹⁹³

Velkou otázkou vznášející se nad existencí těchto společností s již rozptýleným vlastnictvím však je, proč se vlastnictví těchto společností znovu nekonzcentrovalo v rukách jedné osoby, případně v rukách jedné rodiny. Anebo zase naopak, proč uvedený model rozptýleného vlastnictví nezmátl na celém světě, proč jeho doménou zůstala pouze anglosaská část světa, a to ještě ne celá, zatímco třeba v Německu stále převládá koncentrované vlastnictví s konkrétním kontrolním akcionářem.

Nicméně i v jednotlivých zemích může dojít k přelití vlastnictví akcií v takové míře, že tyto země se přesunou ze skupiny zemí se systémem rozptýleného vlastnictví do skupiny zemí se systémem koncentrovaného vlastnictví či naopak. Tak se tomu stalo v případě Japonska, které v průběhu minulých let oslabilo zažitý systém vzájemného

¹⁹⁰ BERLE, Adolf A. – MEANS, Gardiner C.: *The Modern Corporation and Private Property*. Harcourt, Brace & World, Inc. (1932), citováno podle vydání (přetisku) vydaného nakladatelstvím Transaction Publishers (2002), s. 83

¹⁹¹ BERLE, Adolf A. – MEANS, Gardiner C.: *The Modern Corporation and Private Property*. Harcourt, Brace & World, Inc. (1932), citováno podle vydání (přetisku) vydaného nakladatelstvím Transaction Publishers (2002), s. 78

¹⁹² ROE, Mark J., Political Preconditions To Separating Ownership from Corporate Control. *Stanford Law Review*, Vol. 53 (2000), s. 542.

¹⁹³ FERRANINI, Guido – MOLONEY, Niamh – VESPRO, Cristina: Executive Remuneration in the EU. *Comparative Law and Practice. ECGI Law Working Paper No. 9* (červen 2003), s. 6
Dosažitelné na: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=419120

držení akcií (*cross-shareholding* nebo *cross-ownership*), zvaného *keiretsu*, což vyústilo ve vyšší míru rozptýleného vlastnictví v této zemi. Navíc v Japonsku v posledních letech zaznamenali viditelné úspěchy i aktivističtí akcionáři, i když výsledky byly často nerozhodné a aktivističtí akcionáři i prohrávali.¹⁹⁴

Některé země prodělaly proces přechodu od koncentrovaného vlastnictví k rozptýlenému a zase zpět ke koncentrovanému.¹⁹⁵ Například Kanada prošla vývojem, kdy se v minulosti stala zemí, kde převažuje rozptýlené vlastnictví, nicméně poté se zařadila zpět mezi země s koncentrovaným vlastnickým systémem.¹⁹⁶ Tato skutečnost může být důkazem, že oba systémy *corporate governance* mohou existovat vedle sebe, a že je to dokonce i přínosné, vzhledem k disciplinární roli koncentrovaného vlastnictví v případě současné nefunkčnosti exekutivního managementu a správní rady.

3.3.2 Konvergence obou systémů

Skepe vůči názorům ohledně evolučního vítězství rozptýleného vlastnictví je vyjádřena v článku Johna C. Coffeeho, Jr., ve kterém vymezil dva základní systémy *corporate governance*, a to rozptýlený vlastnický systém (*dispersed ownership system*), a koncentrovaný vlastnický systém (*concentrated ownership system*).¹⁹⁷

Prvotní záhadou, která podle Coffeeho vyžaduje odpověď, je, proč tyto dva systémy existují vedle sebe místo toho, aby jeden z nich zvítězil nad druhým v souladu s Darwinovou teorií tak, jak to prohlašovali Hansmann a Kraakman.¹⁹⁸ Tato otázka v sobě zahrnuje i potřebu zodpovědět, proč vůbec vznikly uvedené a podstatně odlišné systémy vlastnictví obchodních společností. Coffee shrnuje odpovědi na tuto otázku a podotázku, které poskytují badatelé patřící do opozičního tábora.

Profesor Coffee vidí ve studiích autorů La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, Vishny, Bebchuka a Roeho společného jmenovatele v tvrzení, že aby se v zemích s převládajícím koncentrovaným vlastnictvím toto vlastnictví rozptýlilo, je zapotřebí státního zásahu, ať už ve formě legislativních změn, posunu v chování politické reprezentace nebo jiných opatření. Tento společný jmenovatel platí i přesto, že jednotlivé studie spolu navzájem nesouhlasí ohledně příčin vzniku stavu koncentrovaného vlastnictví.¹⁹⁹

Profesoři Hansmann a Kraakman tvrdí, že v současné době jsme svědky vítězství modelu akciové společnosti, který lze nazvat jako **akcionářský** anebo **standardní**

¹⁹⁴ Corporate Governance in Japan: Bring it on. *The Economist* (31. května 2008), s. 16-18

¹⁹⁵ COFFEE, John C., Jr.: Dispersed Ownership: the Theories, the Evidence, and the Enduring Tension Between „Lumpers“ and „Splitters“. *European Corporate Governance Institute, Law Working Paper No. 144/2010*, s. 67

Dosažitelné na: <http://ssrn.com/abstract=1532922>

¹⁹⁶ COFFEE, John C., Jr.: Dispersed Ownership: the Theories, the Evidence, and the Enduring Tension Between „Lumpers“ and „Splitters“. *European Corporate Governance Institute, Law Working Paper No. 144/2010*, s. 3

Dosažitelné na: <http://ssrn.com/abstract=1532922>

¹⁹⁷ COFFEE, John C., Jr.: The rise of dispersed ownership: The roles of law and state in the separation of ownership and control. *The Yale Law Journal*, Vol. 111 (October 2001)

¹⁹⁸ HANSMANN, Henry – KRAAKMAN, Reinier: The End of History for Corporate Law. *Georgetown Law Journal*, Vol. 89, No. 2 (2001), s. 439-468

¹⁹⁹ COFFEE, John C., Jr.: The rise of dispersed ownership: The roles of law and state in the separation of ownership and control. *The Yale Law Journal*, Vol. 111 (October 2001), s. 6

(*shareholder-oriented /standard/ model*). Příčiny vítězství standardního modelu jsou: neúspěch alternativních modelů, konkurenční tlaky v globálním obchodě a schopnost „akcionářské třídy“ účinně hájit své zájmy. Alternativní modely jsou čtyři. **Manažerský model** (*manager-oriented model*) vycházel z předpokladu, že manažeři společnosti sami budou jednat v jejím zájmu a zároveň ve veřejném zájmu. Jak se však v praxi ukázalo, jednali manažeři především ve vlastním zájmu, byť ne vždy úmyslně. Dělnický anebo **zaměstnanecký model** (*labor-oriented model*) vycházel z předpokladu sdíleného řízení akciové společnosti. Prosazení tohoto modelu mělo zabránit nežádoucímu střetu zájmů akcionářů a dělníků (zaměstnanců). Tento model dosáhl největšího rozšíření v Německu a projevuje se v německém právním řádu třeba tím, že ve velkých akciových společnostech volí polovinu (v německém modelu klíčové) dozorčí rady zaměstnanci společnosti. **Státní model** (*state-oriented model*) akciové společnosti se v největší míře vytvořil ve Francii a v Japonsku. Jeho úpadek nastal v osmdesátých letech se vzestupem thatcherismu, pokračoval s pádem komunismu a byl dovršen ekonomickými problémy, v nichž se ocitlo Japonsko v devadesátých letech. Čtvrtý typ společnosti – **stakeholder model** – v sobě zahrnuje standardní model, který je oslabený v zájmu dalších zájmových skupin – zaměstnanců, věřitelů, zákazníků, místních obchodníků, i širších zájmových skupin, jako jsou třeba ochránci životního prostředí. Empirické poznatky však ukázaly, že ochranu zájmů těchto skupin lze nejlépe realizovat mimo oblast obchodního práva – v oblasti pracovního práva, ochrany spotřebitelů prostřednictvím občanského práva, ochrany hospodářské soutěže, atd.²⁰⁰

Hansmann a Kraakman považují vítězství standardního modelu za konečné a přinášejí důkazy svědčící o tom, že i akcionářská struktura spěje k rozptýlenému vlastnictví. Důvody sjednocování na jedné vlastnické struktuře spatřují zejména ve vzestupu akcionářské třídy. Sbližování probíhá i ve struktuře správních orgánů, když i v zemích mimo anglosaský svět v nich zasedá stále více členů, kteří nepracují ve společnosti a zároveň splňují podmínky nezávislosti (nezávislí direktori). Pravidla pro veřejné trhy s cennými papíry na evropském kontinentu se stále více shodují s pravidly v anglosaském světě, akcionářské žaloby jsou více úspěšné a velmi silné sjednocování probíhá i v oblasti nabídek převzetí. Také oblast volnosti soudního rozhodování je předmětem sbližování, i když zde bude sbližování pravděpodobně pomalejší. Autoři neignorují možné překážky při sjednocování společenstevního práva. Mimo jiné uvádějí preferenci nepeněžních uspokojení před peněžními zisky, a to ve formě touhy některých většinových akcionářů po vybudování impéria (*empire building*), která se projevuje především v Evropě. Avšak žádná z jimi popsaných překážek nemůže trvale zabránit zásadnímu sjednocení společenstevního práva.²⁰¹

Profesor Coffee předkládá změny, které dokládají jisté sbližování obou právních systémů. Dochází k formálně právním změnám, v rámci nichž státy s tranzitivní ekonomikou, tj. především východoevropské země, přenesly do svých právních řádů mnoho prvků na ochranu akcionářů ze zemí s *common law*. Mění se také struktura akcionářů a počet společností registrovaných na evropských burzách roste, roste také počet veřejně nabízených emisí akcií (*initial public offering – IPO*). Coffee vyzdvihuje snahu Evropské unie upravit nabídky převzetí (*takeover*) jednotně a omezit možnosti

²⁰⁰ HANSMANN, Henry – KRAAKMAN, Reinier: The End of History for Corporate Law. *Georgetown Law Journal*, Vol. 89, No. 2 (2001), s. 439-468

²⁰¹ HANSMANN, Henry – KRAAKMAN, Reinier: The End of History for Corporate Law. *Georgetown Law Journal*, Vol. 89, No. 2 (2001), s. 439-468

managementu bránit tzv. nepřátelskému převzetí. Tady dochází *de facto* k přibližování úpravy jednotlivých evropských zemí k anglosaské právní úpravě. Coffee nicméně neopomněl zmínit okolnosti ohledně nepřijetí původního návrhu třinácté směrnice v červenci 2001.²⁰² Důvody jeho nepřijetí však spatřuje spíše ve snaze jednotlivých států bránit převzetí domácích společností společnostmi zahraničními, nikoli bránit převzetí jako takovému. I další autoři již v minulosti argumentovali výrazným sblížením anglosaského a německého *corporate governance*.²⁰³

Uzavřené (soukromé) akciové společnosti jsou někdy vynášeny pro svoji skrytost, odolnost vůči chamtivým akcionářům a schopnost dělat dlouhodobá rozhodnutí, na rozdíl od otevřených (veřejných) společností, které podléhají tlakům akcionářů na co největší zisk v co nejkratší době. Toto tvrzení se vyvrací jednak skutečností, že i velké veřejné akciové společnosti ve Spojených státech drží obrovské množství peněz, což zpravidla znamená, že mají i poměrně vysoký poměr vlastního kapitálu vůči dluhu.²⁰⁴

A rovněž s tímto tvrzením nekoresponduje ani skutečnost, že i uzavřené společnosti se pouštějí do riskantních operací ohrožujících jejich existenci. To dosvědčuje případ *Schaeffer* a zejména dobře známý případ automobilky *Porsche Automobil Holding SE*. Prvně zmíněná společnost získala společnost *Continental*, druhá se pokusila ovládnout (převzít, získat kontrolu) společnost *Volkswagen*. První se to podařilo, druhé se naopak stala obětí svého cíle. Společné pro ně je to, že obě společnosti zabředly do dluhů.²⁰⁵

Zpráva pro francouzskou vládu, kterou vypracoval Emmanuel Sartorius, uvádí, že rodina Peugeotů, která je dominantní v automobilce PSA Peugeot Citroën (rodinní akcionáři vlastní 25 % akcií, avšak drží 38 % hlasovacích práv), dávala v minulých letech přednost dividendovým výnosům před dlouhodobými investicemi – v letech od 1999 do 2011 vydala společnost € 6 mld. na dividendy a zpětný odkup akcií.²⁰⁶

3.3.3 Rozptýlené vlastnictví a rozvinutost ekonomiky

Jedním z meritorních faktorů ovlivňujícím vospělost či rozvinutost ekonomik jednotlivých zemí je taktěž přítomnost velkých akciových společností v dané

²⁰² K tomu podrobně a poněkud odlišně KOTÁSEK, Josef: K (dočasněmu) neúspěchu evropské úpravy nabídek převzetí. *Časopis pro právní vědu a praxi*, č. I. (2002), s. 22-27

²⁰³ LANE, Christel: Institutional Transformation and System Change: Changes in Corporate Governance of German Corporations. *[Institut für Höhere Studien (IHS), Wien – on line]*, Reihe Soziologie Sociological Series No. 65 (June 2004)
Viz na: <http://www.ihs.ac.at/publications/soc/rs65.pdf>

²⁰⁴ Corporate cash piles. *The Economist* (16. února 2013), s. 77

²⁰⁵ Germany's flawed corporate governance: Boards behaving badly. *The Economist* (8. srpna 2009), s. 55

²⁰⁶ BOXELL, James: Report highlights Peugeot strategic errors. *[The Financial Times – on line]* (11. září 2012)

Viz: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/604b0f4a-fbfd-11e1-af33-00144feabdc0.html#axzz26FAScgzy>
SARTORIUS, Emmanuel – SERRIS, Jacques: Rapport, A Monsieur le Ministre du Redressement productif sur la situation de PSA Peugeot Citroën. *Ministère du Redressement productif N° 2012/019/CGEJET/SG* (11 septembre 2012)
Dosažitelné na: <http://www.lefigaro.fr/assets/pdf/092.pdf>

ekonomice.²⁰⁷ Existence velkých akciových společností, ať už reálná nebo potencionální, je dána vhodným prostředím, vytvořeného předpoklady, jejichž škála je velmi široká. Obecně pak lze konstatovat, že mezi badateli v tomto oboru neexistuje shoda na tom, které z těchto předpokladů jsou klíčové, což je dáno i tím, že schopnost generovat v dané ekonomice velké akciové společnosti není spojena pouze s jedním předpokladem, ale s určitou kombinací předpokladů, u nichž navíc nelze přesně určit, který z těchto předpokladů byl prvotní, a který naopak z něho vyplynul. Často tedy diskuse o této materii připomíná dohadování o tom, zda bylo prvotní vejce nebo slepice.

Při zkoumání celkové rozvinutosti a ekonomické vyspělosti jednotlivých států lze nacházet původ rozdílů mezi západním světem a ostatními zeměmi, i mezi zeměmi uvnitř západního světa, v rozdílném **historickém, kulturním a náboženském** vývoji, rozdílnou ekonomickou vyspělost však lze vysvětlit rovněž odlišnostmi **v právních systémech** ustavených v jednotlivých zemích. Ná základě této skutečnosti jsou v této práci jednotlivé badatelské směry rozděleny na směry „neprávní“ a „právní“, jakkoliv nelze vést exaktně hraniční čáru mezi těmito dvěma skupinami.

3.4 Neprávní příčiny systému vlastnictví

3.4.1 Sociální kapitál

Z celé řady publikujících vědců náležejících do neprávní skupiny jsou patrně nejznámější Robert Putnam a Francis Fukuyama. Tito dva autoři, společně s dalšími, ve svých studiích argumentují, že ekonomického rozvoje nelze dosáhnout bez sociálního kapitálu. Tento sociální kapitál je spojen s důvěrou (*trust*) mezi jednotlivými jedinci lidské společnosti, která umožňuje jedincům spolupracovat a v rámci této spolupráce vytvořit takové vztahy, které jsou základem vysokého stupně ekonomické aktivity, bez níž nelze vytvořit rozsáhlé ekonomické entity, které jsou zase základním kamenem produkce, obzvláště v současnosti.

Mezi nejvýznamnější předpoklad pak patří dosažení dostatečné úrovně důvěry (*trust*) mezi lidmi. Úroveň důvěry a její rádius (okruh lidí, kterým je jedinec ochoten důvěřovat) v dané zemi pak určuje míru sociálního kapitálu, který je nutný vytváření spolupráce mezi jednotlivými lidmi.²⁰⁸ V zemích bez potřebného stupně důvěry pak zůstává vytváření produkce v rukou rodinných ekonomických jednotek, které nemají takový potenciál jako velké akciové společnosti.²⁰⁹

Teorie vysvětlující odlišnou míru a rádius sociálního kapitálu se různí. Některé jsou založeny na čistě ekonomických teoriích spočívajících zejména na teorii her. Čistě

²⁰⁷ WINTERS, L. Alan – MARTINS, Pedro: When comparative advantage is not enough: business costs in small remote economies. *World Trade Review*. Vol 3, No. 3 (2004), s. 347-383

WINTERS, L. Alan – MARTINS, Pedro: Small isn't beautiful. *CentrePiece*. Vol. 10, No. 2 (Summer 2005), s. 25-28

²⁰⁸ FUKUYAMA, F.: *Social Capital and Civil Society*. (1999).
Dosažitelné na: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/seminar/1999/reforms/fukuyama.htm>

²⁰⁹ DE SOTO, H.: The Mystery of Capital. *Finance & Development*, Vol. 38, No. 1 (March 2001)
DE SOTO, H.: *The Mystery of Capital – Why Capitalism Triumphs in the West and Fails Everxwhere Else* (2000)
DE SOTO, H.: *Mystérium kapitálu*. Rybka Publishers : Praha (2007)

ekonomicky pak lze vysvětlit existenci sociálního kapitálu (důvěry) pomocí teorie her, kdy se v rámci hry opakuje vězňovo dilema tak dlouho, dokud si hráči neuvědomí výhodnost spolupráce a nenaučí se spolupracovat. Pokud nehrajete šachy podle pravidel, pak vlastně šachy nehrajete vůbec, takže jestli rádi hrajete šachy, nebudete podvádět, ledaže čistý očekávaný zisk je velký.²¹⁰ Morální normy, životní hodnoty a etika, které stojí naproti právu, dávají životu člověka smysl a mají ekonomickou hodnotu. Učitelé na vysokých školách mají prostředky (i když samozřejmě limitované) naučit „hrát“ mladé lidi férově, stejně jako na sportovišti má smysl učit se vyhrávat pouze férově, nikoli za každou cenu.²¹¹ Podobně uvažuje i Mark Roe, když mezi instituce, které se vyvinuly a jsou používány ve Spojených státech, řadí (mimo jsou nezávislou a aktivní správní radu, motivační odměňování, nepřátelská převzetí a soutěžení o plné moci k zastupování na valné hromadě, kapitálové trhy signalizující podněty od analytiků, soutěživé kapitálové a produktové trhy) i vychovávání (získávání sociálního kapitálu) na obchodních školách a v práci směrem ke zvyšování akcionářské hodnoty (bohatství), tedy přijetí „akcionářské nadřazenosti“ jako společenské normy.²¹²

Jiné teorie jsou založeny na historických předpokladech, například odlišnost v budování Spojených států amerických, které byly vytvořeny zespodu.

Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer a Robert Vishny, často společně publikující čtveřice, výslovně navázali na Putnama, Fukuyamu a další představitele první skupiny a začala hledat odpověď na základní otázky: Co je příčinou posilování důvěry? Proč je stupeň důvěry v různých zemích odlišný? V zemích bez potřebného stupně důvěry pak zůstává vytváření produkce v rukou rodinných ekonomických jednotek, které nemají takový potenciál jako velké akciové společnosti. Autoři si berou příklady z Německa a Itálie, na kterých demonstrují převažující tradici rodinných firem financovaných bankami, naproti tomu uvádějí Spojené státy a Spojené království jako země s vysokým stupněm sociálního kapitálu a důvěry, provázeného rozvojem velkých akciových společností s akciemi rozptýlenými mezi velký počet akcionářů. Čtveřice autorů zkoumali vztah mezi důvěrou a rozvojem jakýchkoliv velkých organizací z hlediska náboženství a došli k závěru, že důvěra (ve výše uvedeném pojetí) je nižší v zemích s dominancí hierarchického náboženství (např. katolické), které odstraňuje od formování horizontálních sítí spolupráce mezi lidmi.²¹³ Teorie, že protestantské náboženství není hierarchické, proto vytváří lepší předpoklady pro horizontální spolupráci, není nová.²¹⁴

Naopak skeptický k vlivu stupně důvěry, který je dosažen v daných státech, je Mark Roe. Předpokládejme, uvádí Mark Roe, že společenská důvěra (*trust*), jako soubor

²¹⁰ POSNER, Richard A.: Social Norms and the Law: An Economic Approach. *The American Economic Review*. Vol. 87, No.2 (May 1997) 365-369, s.365 (Sám Posner pak cituje z BECKER, Gary S.: *Accounting for tastes*. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1996)

²¹¹ BUCHANAN, James M.: Beyond Law: The Institutionalized Ethics of Liberal Order. *Přednáška s následnou diskusí*. Praha (10. říjen 2002)
Dosažitelné na: <http://libinst.cz/data/buchanan-projev.pdf>

²¹² ROE, Mark J.: Political Preconditions To Separating Ownership from Corporate Control. *Stanford Law Review*, Vol. 53, No. 3 (December 2000), s. 546

²¹³ JOHNSON, Simon – LA PORTA, Rafael – LOPEZ-DE-SILANES, Florencio – SHLEIFER, Andrei: Trust in large organizations. *The American Economic Review*, Vol. 187, No. 2 (May 1997), s. 333-338

²¹⁴ WEBER, Max: *Die protestantische Ethik und der Geist des Kapitalismus*. (1904-1905)

společenských norem, bude účinně bránit poškozování akcionářů manažery. Pak by rozptýlení vlastnictví mělo být snadnější. Nicméně skutečnost ve skandinávských zemích, tedy v zemích s vysokým stupněm důvěry (občané, kteří nechají svá kola nezamčená na ulici, si mohou být jistí, že je tam opět najdou), tomu neodpovídá. Ve Skandinávii totiž převládá koncentrované vlastnictví.²¹⁵

3.4.2 Historický vývoj společností

Pokud v počátečním období existence velkých ekonomických entit nebo společností bylo hlavní příčinou rozptýlené akcionářské struktury vysoké riziko spojené s potřebou značného kapitálu, pak v dalším období k tomu přistoupila politická snaha udržet rozptýlené vlastnictví. Tato politická snaha o udržení rozptýlené akcionářské struktury měla více příčin, z nichž v různých obdobích některé příčiny převažovaly, jiné pak byly upozadovány.

Na prvním místě jako prvotní příčinu je možné označit udělování monopolu akciovým společnostem. Tento monopol byl veřejností vnímán jako záruka vysoké ziskovosti těchto společností a zároveň byl periodicky kritizován. Aby bylo politicky možné tato monopolní postavení jednotlivých akciových společností udržet, bylo nutné umožnit, aby se na výnosech z monopolů podílelo co nejvíce voličů-investorů.

Politické snahy o udržení rozptýlené akcionářské struktury zesílily v období po roce 1688, kdy anglická, později britská, politická reprezentace vycházela udržováním rozptýlené akcionářské struktury vstřícně požadavkům veřejnosti, která v investicích do akciových společností viděla klíč k rychlému a bezpracnému zbohatnutí. K tomuto zesílení politické aktivity zřejmě přispělo i ovládnutí managementu *East India Company* Josiahem Childem v roce 1682 prostřednictvím koncentrace vlastnictví akcií.²¹⁶

Ve snaze udržet rozptýlené vlastnictví, respektive zabránit jeho koncentraci, byl počet akcií, které bylo možné upsat v jednotlivých společnostech, limitován – v *East India Company* v roce 1694 byla výše úpisu jedné osoby limitována částkou £ 10 000.²¹⁷ Stejně tak byl limitován úpis akcií v *Bank of England* v roce 1694, a to na akcie v nominální hodnotě £ 10 000, a zároveň bylo ustanoveno, že (v dalším období) jedna osoba může držet akcie v maximální nominální hodnotě £ 20 000.²¹⁸

Proti koncentraci akcií působila i pravidla o limitaci hlasovacích práv v jednotlivých společnostech. Jestliže v roce 1650 v *East India Company* platilo, že jedna akcie se rovná jednomu hlasu, což bylo potvrzeno i chartou z roku 1661, pak v roce 1694 platilo pravidlo, že jeden hlas se rovná akciím o nominální hodnotě £ 1 000, avšak maximum hlasů na jednu osobu bylo omezeno na deset. V roce 1698 pak byla ve staré *East India Company* omezena hlasovací práva následovně: na prvních £ 500 připadal jeden hlas, taktéž na druhých celých £ 500, na dalších £ 1000 třetí hlas, na další £ 1 000

²¹⁵ ROE, Mark J.: Political Preconditions To Separating Ownership from Corporate Control. *Stanford Law Review*, Vol. 53, No. 3 (December 2000), s. 598

²¹⁶ PINCUS, Steve: *1688 : the first modern revolution*. Yale University Press: New Haven & London (2009), s. 372

²¹⁷ COBBETT's *Parliamentary History of England*, Vol. V. (1809), s. 828

²¹⁸ SCOTT, William R.: *The Constitution and Finance of English, Scottish and Irish Joint-stock Companies to 1720*, Vol. III. Cambridge: at the University Press (1911), s. 205

čtvrtý hlas a na další £ 1 000 pátý hlas. Více hlasů nebylo možno získat.²¹⁹ xi V *Bank of England* bylo v roce 1694 zavedeno pravidlo, že každý akcionář má právě 1 hlas, a to pouze v případě, že bude držet akcie v minimální hodnotě £ 500.²²⁰

Omezování velikosti účasti v britských akciových společnostech pokračovalo i v dalším období, ve kterém přímo zákony parlamentu, na základě kterých byly společnosti zřizovány, obsahovaly ustanovení omezující množství akcií vlastněných jedním akcionářem. Společnost *Leeds and Liverpool Canal (Leeds and Liverpool Canal Society)* měla zákonem omezen počet akcií vlastněných jednou osobou na 100 akcií (což pravděpodobně představovalo cca 5 % všech akcií).²²¹

U společnosti *Stroudwater Navigation Company (The Company of Proprietors of the Stroudwater Navigation)* byl maximální počet akcií, které mohla vlastnit jedna osoba, omezen na 15 akcií z celkových 200 akcií (což představuje maximální podíl ve výši 7.5 %). Mimoto byly omezeny i hlasovací práva regresivním systémem, a to tak, že akcionář, který měl 1 nebo 2 akcie, měl 1 hlas, akcionář s 3 nebo 4 akciemi 2 hlasy, akcionář s 5 až 9 akciemi měl 3 hlasy a akcionář s 10 a více akciemi měl 5 hlasů.²²²

Německo

Výše v této práci byly popsány okolnosti geneze velkých obchodních společností v anglosaském prostředí. Pomocí soukromých investic do vlastního kapitálu (*equity*) neboli prostřednictvím úpisu akcií byl v minulosti financován veřejný dluh anglického, a později britského, státu. V dalším období, zejména od konce 19. století, byly pomocí soukromého kapitálu financovány rozsáhlé infrastrukturní projekty, mimo jiné i výstavba železnic a telekomunikací. A právě v těchto oblastech se výrazně projevil odlišný přístup k jejich financování v různých zemích. Všechny státy si uvědomovali, že výstavba železnic, a telekomunikací je ve veřejném zájmu. Obecně tedy výstavba této infrastruktury měla podporu vlád jednotlivých států. Zatímco však ve Spojených státech a ve Spojeném království výstavbu železnic prováděly společnosti vlastněné osobami ze soukromé sféry a stát (vláda) jim pouze ulehčoval jejich činnost, ve státech na evropském kontinentě se státy (vlády) přímo ujaly výstavby této infrastruktury. S tím pak souviselo i státní vlastnictví železnic.

Za příklad opačného přístupu, než byl přístup ve Spojených státech a ve Spojeném království, může sloužit Německo, nebo přesněji historické Prusko. I v Německu byly železnice, pošty a telekomunikace původně financovány prostřednictvím soukromého kapitálu. Nicméně, i když financování projektů v Německu bylo na počátku zajišťováno prostřednictvím soukromého kapitálu, tedy stejně jako například v Británii, vyznačovalo se toto financování jednou zásadní odlišností. Tato odlišnost spočívala v tom, že akcionářská struktura německých železničních společností byla koncentrovaná.

²¹⁹ SCOTT, William R.: *The Constitution and Finance of English, Scottish and Irish Joint-stock Companies to 1720*, Vol. III. Cambridge: at the University Press (1911), s. 465

²²⁰ SCOTT, William R.: *The Constitution and Finance of English, Scottish and Irish Joint-stock Companies to 1720*, Vol. III. Cambridge: at the University Press (1911), s. 206

²²¹ EVANS, George H., Jr.: *British Corporation Finance 1775-1850: A Study of Preference Shares*. Baltimore: Johns Hopkins Press (1936), s. 28-29

²²² EVANS, George H., Jr.: *British Corporation Finance 1775-1850: A Study of Preference Shares*. Baltimore: Johns Hopkins Press (1936), s. 30

V německé železniční společnosti *Rheinische Eisenbahn-Gesellschaft* byla v roce 1837 největším zakladatelem se čtvrtinovým podílem na základním kapitálu banka *Sal. Oppenheim jr. & Cie.* (nešlo o akciovou společnost),²²³ kterou v té době vedl Abraham Oppenheim, přičemž druhý největší akcionář, další kolínská banka, měl pouze poloviční množství akcií. A s obdobným poměrem vůči druhému největšímu akcionáři se banka *Sal. Oppenheim jr. & Cie.* stala největším akcionářem i v další železniční společnosti *Cöln-Mindener Eisenbahn-Gesellschaft*.²²⁴

Podobně jako v železničním sektoru si banka *Sal. Oppenheim jr. & Cie.* vedla i v dalších odvětvích. V roce 1839 oznámila, že kontroluje, částečně i na základě plných mocí, akcie představující tři čtvrtiny základního kapitálu ve významné uhelno-těžařské společnosti. Podobně postupovala i v odvětví pojišťovnictví.²²⁵ Banka *Sal. Oppenheim jr. & Cie.* však nebyla pasivním akcionářem. Abraham Oppenheim se aktivně snažil zasahovat do řízení *Rheinische Eisenbahn-Gesellschaft*, přičemž neváhal jít i do ostrých sporů s ostatními akcionáři.²²⁶

V Německu se železnice dostaly, jako klíčový sektor, do ohniska zájmu až o něco později než tomu bylo ve Spojeném království. Nicméně, z celkového kapitálu 2 404 760 000 marek investovaného v Prusku v letech 1851 až 1870 do akciových společností bylo do železničního sektoru investováno téměř 77 %.²²⁷

Mezi historiky existuje rozpor, nakolik politická reprezentace Pruska z počátku podporovala rozvoj (soukromých) železnic, alespoň pokud se jednalo o Porýní. V roce 1839 byla společnost *Rheinische Eisenbahn-Gesellschaft* zachráněna před svým koncem pouze díky nákupu balíku akcií belgickou vládou (státem).²²⁸ Nicméně, stát Prusko se již od počátku vzniku železničního sektoru (přelom dvacátých a třicátých let 19. století) o tuto oblast aktivně zajímal, a nejen to, i aktivně do této oblasti zasahoval. Již od čtyřicátých let 19. století pruský stát sám skupoval německé železnice a to tak aktivně, že již v roce 1862 vlastnil 26 % pruských železnic, dalších 23 % bylo sice soukromých, ale stát je provozoval a konečně zbylých 51 % bylo vlastněno i provozováno soukromými společnostmi.²²⁹

Německé železnice byly v roce 1879 a v následujících letech znárodněny. Jako důvody znárodnění byly uváděny potřeba zamezit zneužívání monopolního postavení,

²²³ *Handbook of the History of European Banks*. European Association for Banking History. (1994), s. 451-455

²²⁴ MAGNUS, Shulamit S.: *Jewish Emancipation in the German City: Cologne, 1798-1871*. (1997), s. 110, 112

²²⁵ MAGNUS, Shulamit S.: *Jewish Emancipation in the German City: Cologne, 1798-1871*. (1997), s. 110

²²⁶ MAGNUS, Shulamit S.: *Jewish Emancipation in the German City: Cologne, 1798-1871*. (1997), s. 116

²²⁷ RIESSER, J.: *Die deutschen Großbanken und ihre Konzentration im Zusammenhang mit der Entwicklung der Gesamtwirtschaft in Deutschland*. (1912), s. 43

²²⁸ MAGNUS, Shulamit S.: *Jewish Emancipation in the German City: Cologne, 1798-1871*. (1997), s. 108-109

²²⁹ RICHARD, Jacques: The victory of the Prussian railway dynamic accounting over the public finance and patrimonial accounting models (1838-1884): an early illustration of the appearance of the second stage of capitalist financial accounting and a testimony against the agency theory and the market for excuses ideologies. *Cahier de recherche n° 2006-15, Université Paris Dauphine (CEREG)* September (2006), s. 5.

Dosažitelné na http://www.cereg.dauphine.fr/cahiers_rech/cereg200615.pdf

vojenské důvody a význam železnice pro příjmovou stránku pruského státního rozpočtu.²³⁰ Proces znárodnování (zestátnění) byl dokončen v roce 1886, kdy téměř všechny železnice ve spolkových zemích byly zestátněny.²³¹ Státnímu vlastnictví železnic silně nahrávala i legislativní politika státu (zcela zřejmě prováděná i s tímto záměrem), prostřednictvím které byl silně regulován dividendový výnos z akcií železničních společností. Investování do akcií se tak stalo nezajímavé, přestože existovalo dostatečné množství volného soukromého kapitálu. Řešení problému financování pak bylo hledáno pomocí státních financí, které by zase generovaly zdroje pomocí státních půjček (dluhopisů).²³² A to i navzdory tomu, že tato angažovanost státu v komerčních aktivitách typu investování do dolů a železnic výrazně zatížila státní rozpočet.²³³

Podobný osud jako německé železnice potkal předtím v roce 1876 i německé pošty a telekomunikace.²³⁴ V roce 1892 byl vydán zákon, na jehož základě byly telekomunikační služby, jakožto monopol, svěřeny říšským (tj. federálním či spolkovým) úřadům.²³⁵

Pokud tedy výše, v předchozích kapitolách, byly popsány historické zkušenosti, které měla britská veřejnost s investováním do rozptýlených akcií (*East India Company, Bank of England, South Sea Company*), pak v Německu obdobnou zkušenost nenajdeme. Akcii německých společností byly v historii vždy koncentrovány v rukou významných investorů nebo v rukou státu. Zestátnění znamená pak *de facto* ekonomické rozptýlení vlastnictví mezi všechny občany daného státu, jakožto případné konečné beneficiáře. Nezanedbatelným faktorem bylo rovněž to, že zestátněním železničních akciových společností se usnadnilo vyvlastňování pozemků v rámci výstavby nových železničních tratí.

Pozitivní přístup k znárodnování v minulosti měly sociálně demokratické vlády i krajně levicové komunistické vlády, které otevřeně hlásaly všelidové vlastnictví výrobních prostředků. Další extrémistický směr, nacismus, měl ideologicky stejný přístup k výrobním prostředkům, nicméně právně postupoval odlišně. Formálně zachoval soukromé vlastnictví, avšak dostal všechny ekonomické entity, včetně akciových společností, pod takovou míru státní kontroly (zejména v rámci tzv. čtyřletky

²³⁰ KNIEPS, Günter: Privatisation of Network Industries in Germany. *Conference Paper*. (2003), s. 2-3. Dosažitelné na <http://www.cesifo-group.de/portal/pls/portal/docs/1/1189218.PDF>

²³¹ 1835 bis 1918: Ein Jahrhundert unter Dampf. [*Deutsche Bahn – on line*] Viz na: http://www.deutschebahn.com/en/group/history/chronology/1835_1994.html

²³² RICHARD, Jacques: The victory of the Prussian railway dynamic accounting over the public finance and patrimonial accounting models (1838-1884): an early illustration of the appearance of the second stage of capitalist financial accounting and a testimony against the agency theory and the market for excuses ideologies. *Cahier de recherche n° 2006-15, Université Paris Dauphine (CEREG)* September (2006) s. 6-8. Dosažitelné na http://www.cereg.dauphine.fr/cahiers_rech/cereg200615.pdf

²³³ ENDERINK, S. F. W.: Austria and Prussia: German unification in the nineteenth century. (June 2010), s. 50. Dosažitelné na: <http://igitur-archive.library.uu.nl/student-theses/2010-0810-200305/MA%20Thesis%20-%20Austria%20and%20Prussia.pdf>

²³⁴ Geschichte. [*Deutsche Post DHL – on line*] Viz na: http://www.dpdhl.com/de/ueber_uns/geschichte/geschichte_ohne_flash.html

²³⁵ KNIEPS, Günter: Privatisation of Network Industries in Germany. *Conference Paper*. (2003), s. 4 Dosažitelné na <http://www.cesifo-group.de/portal/pls/portal/docs/1/1189218.PDF>

– *Vierjahresplan*), že nejenže akcie nepřinášely očekávaný zisk, ale i odměny manažerů byly stanovovány v rámci ideje, že každý by se měl stát státním zaměstnancem a všechny mzdy a platy by měly být stanovovány státem.²³⁶ Období nacistického režimu v Německu bylo dobou, kdy vlastnit akcie německých společností nemělo velký smysl.

Zcela jistě tak vliv na existenci rozptýleného vlastnictví či naopak na jasnou převahu koncentrovaného vlastnictví měly i skupiny, které klíčovým způsobem ovlivňovaly chod státu. V demokratickém Spojeném království to byli obchodníci či lépe podnikatelé zasedající v britském Parlamentu, kteří zásadním způsobem ovlivňovali chod státu, v autoritářském Německu pak vojenské a byrokratické kruhy kolem panovníka (či kancléře).

Shrnuto, jakkoli nelze dopad historických událostí a skutečností přeceňovat pro dnešní stav, na druhou stranu byly přineseny důkazy, které potvrzují hypotézy, podle kterých dnešní struktura vlastnictví (akcionářská struktura) vychází z dějů a premis nastavených v minulosti.²³⁷

3.4.3 Politická ideologie

Dnešní svět je však jiný. Obě výše zmíněné země, Spojené království i dnešní Spolková republika Německo, jsou v současnosti demokratickými státy s volenou politickou reprezentací. Ve všeobecných volbách jsou vybírání zástupci lidu, kteří pocházejí z rozmanitých sociálních skupin. Přesto však politiku prováděnou politickou reprezentací v těchto dvou odlišných státech lze považovat za výrazně odlišnou. Politika prováděná ve Spolkové republice pravicovými vládami je ve srovnání s politikou prováděnou konzervativními vládami ve Spojeném království mnohem více levicová – blíže k sociálně demokratickým idejím.

Příčinu existence a přetrvávání koncentrovaného vlastnictví lze tedy spatřovat i ve tlaku, který vykonávají sociálně demokratické vlády na soukromé společnosti. Koncentrované vlastnictví spojené s neprůhledným účetnictvím, skrytými rezervami a silnou pozicí managementu (spojeného s účastí ve společnosti) pak lépe odolává tomuto tlaku.²³⁸ Podle Marka Roeho politické systémy se silným vlivem sociální demokracie a sociální demokracie jako ideologie často nadřazuje zájmy zaměstnanců před zájmy akcionářů – proto bude tlačit manažery k udržení zaměstnanosti.²³⁹ Sociálně demokratické vlády také preferují akciové společnosti s dominantními akcionáři, patrně vedeny intuitivní domněnkou, že užší skupiny velkých akcionářů lépe podřídí státnímu dirigismu.

Dále, v kontinentálních společnostech se vlastníci snaží utajit před zaměstnanci skutečnost, jak dobře na tom společnost je, neboť se obávají tlaků na zvyšování mezd ze

²³⁶ HAYEK, Fridrich A.: *The Road to Serfdom*. London/New York: George Routledge & Sons (1944), s. 183

²³⁷ BEBCHUK, Lucian A. – ROE, Mark J.: A Theory of Path Dependence in Corporate Governance and Ownership. *Stanford Law Review*, Vol. 52 (1999), s. 127-170

²³⁸ ROE, Mark J.: Political Preconditions To Separating Ownership from Corporate Control. *Stanford Law Review*, Vol. 53, No. 3 (December 2000), ss. 539-606

²³⁹ ROE, Mark J.: Political Preconditions To Separating Ownership from Corporate Control. *Stanford Law Review*, Vol. 53, No. 3 (December 2000), s. 551, 552

strany zaměstnanců.²⁴⁰ Také odměny manažerů se stávají předmětem zatemnění z podobně udávaných důvodů – tedy aby zaměstnanci, respektive veřejnost nevěděli, jak vysoce jsou manažeři odměňováni, což znamená mimo jiné také zatemňování účetnictví (minimálně v širším slova smyslu) a jeho neprůhlednost.²⁴¹ Podle některých názorů byly ve Spolkové republice Německo před několika lety přijaty zákony, které znesnadňují malým akcionářům ovlivňování managementu.²⁴²

Profesor Coffee naopak narušuje politické hledisko v oblasti tvorby práva na ochranu akcionářů. S odvoláváním se na cambridgeského profesora Cheffinse²⁴³ dokazuje, že k rozptýlení vlastnictví docházelo ve Spojeném království od padesátých do sedmdesátých let 20. století, tedy za vlády sociálně demokratické *Labour Party*. I když Spojené království nespadá do kontinentální Evropy, podle Roeho teze by i zde sociálně demokratická vláda měla bránit rozptylování vlastnictví.

3.4.4 Kulturní bariéry

Postoj veřejnosti k investování do akcií se v jednotlivých zemích taktéž liší, zejména pokud investoři neskrývají svůj záměr dosáhnout co nejvyššího zisku za co nejkratší dobu. Ve Francii, například, jsou aktivističtí akcionáři považováni za krátkodobé „svlékače aktiv“, kteří zkoušejí udělat rychlý zisk.²⁴⁴ V Německu zase Franz Müntefering, někdejší předseda *Sozialdemokratische Partei Deutschlands (SPD)*, nazval finanční investory kobyilkami.²⁴⁵

Německo je historicky jedním z nejvýznamnějších příkladů země, která opakovaně odmítala investování jakožto bezpracný zisk. Například Joseph Schumpeter se domníval, že už německá legislativa přijatá v roce 1896, která regulovala investování do cenných papírů včetně regulace burz, přinesla oficiální vyjádření morálního odsouzení hráčského chování (*gambling*).²⁴⁶

Funkce kulturních (morálních) norem je značná. Mezi kulturní předpoklady spadá i postoj veřejnosti v dané zemi k odměnám manažerů. Země, která více vyznává rovnostářství v příjmech, nebude patrně nakloněna vysokým odměnám manažerů. Udržováním mezd manažerů na nízké úrovni může dominantní akcionář překonávat odpor (kulturní bariéru) obyvatelstva proti vysokým manažerským odměnám a lépe odolávat tlakům vycházejícím přímo od zaměstnanců akciové společnosti na zvyšování

²⁴⁰ ROE, Mark J.: Political Preconditions To Separating Ownership from Corporate Control. *Stanford Law Review*, Vol. 53, No. 3 (December 2000), ss. 555

²⁴¹ ROE, Mark J.: Political Preconditions To Separating Ownership from Corporate Control. *Stanford Law Review*, Vol. 53, No. 3 (December 2000), s. 556

²⁴² Germany's flawed corporate governance: Boards behaving badly. *The Economist* (8. srpna 2009), s. 55

²⁴³ CHEFFINS, Brian R.: Does Law Matter?: The Separation of Ownership and Control in the United Kingdom. *The Journal of Legal Studies*, Vol. 30, No. 2 (June 2001), s. 459-484

²⁴⁴ Business in France: Revolution, of sorts. *The Economist* (5. července 2008), s. 72

²⁴⁵ Germany capitalism: Bogus backlash. *The Economist* (7. května 2005), s. 14

²⁴⁶ SCHUMPETER, Joseph A.: *Business Cycles: A Theoretical, Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process*. Vol. 1 (1939), s. 436-437, citováno podle CHEFFINS, Brian R.: Investor Sentiment and Antitrust Law as Determinant of Corporate Ownership Structure: The Great merger Wave of 1897 to 1903. (Fall 2002), s. 48-49.

Dosažitelné na <http://escholarship.org/uc/item/21805510#page-6>

jejich mezd. V této souvislosti je zajímavé, že zaměstnanci i ostatní lidé citlivěji vnímají vysoké manažerské odměny než vysoké dividendy, které často obdrží stejné osoby.

Mark Roe rozebírá myšlenku kulturních zábran pro uplatnění ekonomického modelu korporátního práva. Na příkladu nabídek převzetí dokazuje, jak shovívavost americké společnosti (amerického národa) k vysokým platům manažerů může překonat překážky nastavené právem pro převzetí společností, tzv. *antitakeover law*. Americké právo, respektive právo státu Delaware dává manažerům společností nástroje, jak bránit převzetím společností, která by mohla vést k jejich odvolání z funkcí. Tuto nechuť k převzetí, která vede v konečném důsledku k poškození akcionářů, lze u manažerů překonat poskytnutím dostatečně velké kompenzace za odchod. Toto odchodné však nelze uplatnit v kultuře odlišné od americké, která má odpor vůči vysokým platům manažerů (a toto vnímá jako přeplácení). Odpor, který vyvolávají vysoké odměny, pak vede k neuplatnění vysokých kompenzací a v konečném důsledku k silnějšímu bránění se převzetí než je tomu v americké kultuře. Tento odpor může být znatelný jak v široké veřejnosti, tak i mezi zaměstnanci a ve středním managementu. Může tak vyvolat i strach manažerů, představenstev a dozorčích rad před aplikováním zvýšených odměn. Ekonomické překonání kulturních bariér ve výše uvedeném směru pak může vést k rozdělování společností a k dominanci středních společností s koncentrovaným vlastnictvím (*closely-held corporations*).²⁴⁷

Pokud tyto závěry přijmeme jako správné, což zřejmě jsou, nelze se zastavit pouze u problematiky převzetí, ale tyto kulturní zábrany budou ovlivňovat *corporate governance* i v jiných směrech. Fakticky se nechuť k vysokým odměnám projevuje i v nechtivosti vůči akciovým opcím. Podobně lze nahlížet i na případ vysokých odměn v české akciové společnosti ČEZ (a podobně v tehdejší *Českém Telecomu*) v nultých letech 21. století. Ve společnosti ČEZ byly odměny prostřednictvím opčních programů nastaveny na české poměry nebývale štedře. Navíc tyto opční programy zahrnovaly i členy dozorčí rady společnosti. Silný růst akcií pak tyto odměny (avšak alespoň částečně stále pouze potencionální – nevyplacené v penězích) vynesl do závratné výše. Za této situace se lze domnívat, že od určitého okamžiku nemusí mít manažeři (členové dozorčí rady) zájem na zvyšování cen akcií, neboť se tím zvyšují jejich odměny nad veřejně únosnou mez, stávají se terčem pozornosti médií a narážejí na negativní politickou reakci, která v konečném důsledku může tyto odměny ohrozit.

Odměňování manažerů je však natolik složitou, a pro tuto práci důležitou, problematikou, že si zaslouží vlastní podkapitulu (viz dále).

3.4.5 Psychologické důvody

Motivem pro nákup akcií v době investorských horeček, například ve Velké Británii, Francii a Nizozemsku v roce 1720, je v případě drtivé většiny investorů, bezpracný a rychlý zisk, nikoli snaha podílet se na řízení společnosti vlastní činností. Většina těchto investorů tedy netoužila po získání významného podílu s cílem ovlivňovat chod společnosti.

Naopak však třeba špatná zkušenost s kupónovou privatizací v České republice a s původní úpravou *squeeze-out* v roce 2005 pak může být důvodem, proč čeští občané neprojevují velký zájem o investice do akcií společností, ve kterých by pak vlastnili

²⁴⁷ ROE, Mark J.: Can Culture Ever Constrain the Economic Model of Corporate Law? *The University of Chicago Law Review*, Vol. 69 (Summer 2002), s. 1251-1269

pouze zlomek procenta akcií ve společnosti,²⁴⁸ což je odlišuje od jiných evropanů, kteří se v současnosti obracejí k akciím jako investici, která je má ochránit před případnou budoucí inflací anebo před případným rozpadem Eurozóny.²⁴⁹ Češi tak mohou preferovat společnosti s „jasným vlastníkem“, který pro ně bude dostatečně důvěryhodný. Důvodem pro neochotu vzdát se kontrolního podílu může také být „efekt otce zakladatele“, který má ke společnosti i určitý duševní vztah. Situace se však změní, pokud zakladatelé nemají nástupce třeba proto, že jejich děti nechtějí pokračovat v podnikání svých předků.²⁵⁰

Tento efekt lze vysledovat i u německých rodinných společností, které byly založeny až po druhé světové válce, a v nichž ještě aktivně působí jejich zakladatelé anebo sice již ve společnosti aktivně nepracují, ale stále žijí a brání prodeji „své“ společnosti. Nicméně, i u německým *Mittelstand* lze v posledním období zaznamenat jejich prodeje (prodeje účastí v nich) velkým subjektům.²⁵¹ Důvodem k prodeji rodinné společnosti mohou být i rozpory mezi dětmi zakladatele.²⁵²

3.4.6 Velikost trhu

Hlavní zastánce Mark Roe však neignoruje ani další vlivy na vznik a udržení rozptýleného vlastnictví – například již výše zmíněnou vlnu fúzí a akvizic na přelomu 19. a 20. století, která se odehrála ve Spojených státech amerických, ale Evropě se vyhnula.²⁵³

Velikost trhu hrála v celém procesu geneze rozptýleného vlastnictví také významnou roli. Velký trh existující ve Spojených státech a svobodný obchod mezi jednotlivými státy americké unie ještě zesiloval ekonomický tlak na fúze a akvizice. Naopak ve státech, kde trh byl malý a uzavřený, nedocházelo k rozptýlení akcií v takové míře navzdory tomu, že právní i další podmínky byly jinak stejné jako ve Spojených státech. Příkladem státu tohoto typu je Austrálie.²⁵⁴

²⁴⁸ Češi se vyhýbají akciím, nejvíce peněz mají v bankách [E15 – on line] (21. 7. 2013)

Viz na: <http://zpravy.e15.cz/byznys/finance-a-bankovnictvi/cesi-se-vyhybaji-akciim-nejvice-penez-aji-v-bankach-1007989> [on-line: 30.8.2013]

²⁴⁹ SEIBEL, Karsten: Die Deutschen kaufen plötzlich wieder Aktien. (7. 8. 2012)

Dosažitelné na: <http://www.welt.de/finanzen/article108515313/Die-Deutschen-kaufen-ploetzlich-wieder-Aktien.html>

²⁵⁰ POHANKA, Tomáš: Soumrak otců. *Euro*, č. 24 (13. 6. 2005), s. 42

²⁵¹ Čína skupuje „Mittelstand“ - německé střední podniky. [E15 – on line] (5. 9. 2012)

Viz na: <http://zpravy.e15.cz/zahranicni/ekonomika/cina-skupuje-mittelstand-nemecke-stredni-podniky-911197>

QUASS, Ursula: Reich des Mittelstands – China auf Einkaufstour in Deutschland. [*The Wall Street Journal* – on line] (29. 6. 2012)

Viz na: <http://www.wsj.de/article/SB10001424052702303561504577496510744989048.html>

²⁵² Oděvní firma Lacoste mění majitele. [E15 – on line] (5. 9. 2012)

Viz na: http://zpravy.e15.cz/byznys/obchod-a-sluzby/odevni-firma-lacoste-meni-majitele-926803#utm_medium=selfpromo&utm_source=newsletter&utm_campaign=ekomail

²⁵³ ROE, Mark J.: Political Preconditions To Separating Ownership from Corporate Control. *Stanford Law Review*, Vol. 53, No. 3 (December 2000), s. 580

²⁵⁴ CHEFFINS, Brian R.: Comparative Corporate Governance and the Australian Experience: A Research Agenda. (2001), s. 39-43

Dosažitelné na: <http://ssrn.com/abstract=268935> or DOI: 10.2139/ssrn.268935

V období, ve kterém ve Spojených státech nebyla rozvinuta dálková doprava, vzdálenosti v této zemi bránily tomu, označit Spojené státy jako jeden relevantní trh pro většinu výrobků. Poté, co se v souvislosti rozvojem železniční dopravy razantně zlepšila dostupnost jednotlivých lokalit na území celých Spojených států, došlo i ke sjednocování do té doby oddělených trhů.

Pokud je splněn předpoklad existence akcionářské třídy, která je schopna a ochotna investovat svůj kapitál do akcií, pak oproti tomu druhým předpokladem je i existující poptávka po tomto akciovém kapitálu. Ekonomické předpoklady pro vznik poptávky po kapitálu lze vidět ve zhoršení ekonomické situace ve Spojených státech na konci 19. století, obzvláště pak období let 1887 až 1904, kdy Spojené státy byly zasaženy ekonomickými turbulencemi v podobě sedmi ekonomických recesí (poklesů), které po sobě následovaly v uvedeném období. Tyto ekonomické turbulence byly jednou z příčin série fúzí a akvizic, které proběhly ve Spojených státech na přelomu 19. a 20. století. V důsledku fúze, v právním slova smyslu, nutně dochází, pokud obě fúzující společnosti mají rozdílné akcionáře, k rozředění podílu stávajících akcionářů. To vysvětluje vymizení většinových (dominantních) akcionářů.

Velká vlna fúzí a akvizic, která se odehrála ve Spojených státech v letech od 1897 do 1903, byl nejvíce důležitý moment, který vyústil v přijetí modelu rozptýleného vlastnictví, který v současnosti odlišuje korporátní ekonomii ve Spojených státech od zbytku světa.²⁵⁵ Během této vlny fúzí zmizelo, v důsledku fúze s jinými subjekty, 75 % ekonomických subjektů (*firm*).²⁵⁶ Fúze prováděné v té době zahrnovaly pět či více subjektů.²⁵⁷

Aspekt velikosti trhu je však zajímavý zejména z historického hlediska. V dnešním světě dochází k otevírání dříve uzavřených trhů v globálním měřítku, na úrovni Evropské unie pak došlo k vytvoření trhu, který je svojí velikostí srovnatelný s trhem na území Spojených států amerických. Pokud nedojde k reverzi současného vývoje, faktor velikosti trhu bude v souvislosti se zkoumanou materií ztrácet na významu.

²⁵⁵ CHEFFINS, Brian R.: Investor Sentiment and Antitrust Law as Determinant of Corporate Ownership Structure: The Great merger Wave of 1897 to 1903. (Fall 2002), s. 1
Dosažitelné na: <http://escholarship.org/uc/item/21805510#page-6>

²⁵⁶ CHEFFINS, Brian R.: Investor Sentiment and Antitrust Law as Determinant of Corporate Ownership Structure: The Great merger Wave of 1897 to 1903. (Fall 2002), s. 8
Dosažitelné na: <http://escholarship.org/uc/item/21805510#page-6>

²⁵⁷ CHEFFINS, Brian R.: Investor Sentiment and Antitrust Law as Determinant of Corporate Ownership Structure: The Great merger Wave of 1897 to 1903. (Fall 2002), s. 9
Dosažitelné na: <http://escholarship.org/uc/item/21805510#page-6>

4 Právní předpoklady pro rozptýlené vlastnictví

4.1 Právo obecně

4.1.1 Význam právní regulace

V této části práce bude obrácena pozornost k právním předpokladům pro vznik rozptýleného „vlastnického“ systému, avšak při vědomí, že výskyt rozptýleného vlastnictví souvisí s více faktory, přičemž nelze bezpečně určit, který z těchto faktorů byl či je primární anebo dominantní. Při neexistence dostatečných neprávních premis, však může právo a jeho důsledné vymáhání tyto neprávní premisy nahrazovat, alespoň do určité míry. Právo tak může vytvářet prostředí, ve kterém se neprávní normy budou rozvíjet, a hrát zvláště důležitou roli při vytváření sociální (společenské) důvěry.²⁵⁸

Právo je institut, který lze v rámci státu reálně, a víceméně přímo, ovlivňovat – na rozdíl od morálky, kultury a důvěry ve společnosti. Nicméně na druhou stranu, politická reprezentace, zejména ta ve vyspělých demokraciích vycházející z většinové vůle lidu, má sice možnost vytvářet právní prostředí příznivé pro rozptýlené vlastnictví, avšak nemůže se dostat do rozporu s morálkou, kulturou či politickým přesvědčením svých voličů. Možnost politické reprezentace (vlády) vytvářet sociální kapitál například změnou morálních norem, tak může být z tohoto pohledu malá.²⁵⁹ I z tohoto důvodu pak může docházet ke stírání rozdílů mezi právními a neprávními předpoklady – jako se tomu například u De Sota v případě porovnávání důvodů pro fungování (kapitalistické) ekonomiky v různých částech světa.²⁶⁰ Avšak jiní autoři při zkoumání a hledání klíčových faktorů podněcujících ekonomický růst skončili nakonec u práva jako klíčového faktoru.²⁶¹

V následující části práce je právo, které má dopad na existence rozptýleného vlastnictví, rozděleno zejména podle jednotlivých odvětví práva, jakkoli toto rozdělení může být ošidné vzhledem k tomu, že je často obtížné určitý konkrétní prvek podřadit pod určité odvětví práva. Taktéž provedený výklad ohledně jednotlivých odvětví se obsahově odlišuje – někdy je více obecný, teoretický, jindy více kauzální, založený na praktických příkladech, což je ovlivněno tím, že v některých případech mohou existovat empirické příklady, v jiných naopak nikoli, v některých oblastech byly rozvinuta teorie a provedeno důkladné zkoumání, v jiných nikoli, zda je ten určitý prvek znám v českém prostředí či nikoli, existence české judikatury. Zvláštní pozornost pak bude věnována manažerskému odměňování.

²⁵⁸ CROSS, Frank B.: Law and Trust. *Georgetown Law Journal*, Vol. 93, No. 5 (June 2005), s. 1457-1545

²⁵⁹ CHEFFINS, Brian R.: Does Law Matter?: The Separation of Ownership and Control in the United Kingdom. *The Journal of Legal Studies*, Vol. 30, No. 2 (June 2001), s. 459-484

COFFEE, John C., Jr.: The Future as History: Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications. *Northwestern University Law Review* Vol. 93 (1999), s. 696

²⁶⁰ DE SOTO, H.: The Mystery of Capital. *Finance & Development*, Vol. 38, No. 1 (March 2001)

DE SOTO, H.: *The Mystery of Capital – Why Capitalism Triumphs in the West and Fails Everywhere Else* (2000)

DE SOTO, H.: *Mysterium kapitálu*. Rybka Publishers: Praha (2007)

²⁶¹ CROSS, Frank B.: Law and Economic Growth. *Texas Law Review* Vol. 80, No. 7 (June 2002), s. 1737-1775

Ohledně vztahu práva a rozptýleného vlastnictví Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer a Robert Vishny sledovali v jednotlivých ekonomikách v oblasti vlastnictví (*ownership*) poměr mezi rozšířeností společností s existencí dominantního akcionáře (koncentrované vlastnictví) a rozšířeností společností, jejichž akcie jsou rozptýleny mezi drobné akcionáře bez existence dominantního akcionáře (rozptýlené vlastnictví). Poté sledovali závislost tohoto poměru na stupni právní ochrany menšinových akcionářů (investorů). Byla potvrzena hypotéza, že v zemích s menší ochranou investorů je vyšší podíl společností s koncentrovaným vlastnictvím. Podle těchto autorů jsou nejméně dva důvody, které spolu vzájemně souvisejí, proč v zemích s nízkou ochranou investorů by vlastnictví mělo mít sklon k větší koncentraci.²⁶²

Za první, čím větší podíl akcií akcionář vlastní, tím větší je jeho prostor pro uplatňování řídicích práv vůči managementu, a tím více se může bránit poškozování svých práv ze strany managementu. Autory použitý termín *expropriation* (vyvlastnění) je zde používán odlišně od stejného výrazu v českém právním řádu; zahrnuje především tzv. tunelování, tedy (formálně legální) činnost spojenou s nevýhodnými (pro společnost) převody aktiv. Za druhé, pokud je ochrana investorů nízká, jsou malí investoři ochotni koupit akcie pouze za nízkou cenu (aby vyrovnali riziko). Pro společnost je zase za této situace neatraktivní nabízet akcie veřejnosti.²⁶³

Lucian Bebchuk pak dochází k závěru, že koncentrované vlastnictví nemůže být překonáno tam, kde již existuje, protože pokud se určitému subjektu podařilo získat většinový podíl v obchodní společnosti, který je vysoce výnosný, pak tento subjekt již nikdy neprodá tento podíl jiným subjektům tak, že by došlo k rozptýlení většinového podílu, poněvadž prodávající subjekt by pak neinkasoval prémii, která je spojena s prodejem většinového podílu.²⁶⁴

Profesoři Lucian Bebchuk a Mark Roe hledají ve společném článku,²⁶⁵ případně sami,²⁶⁶ souvislosti mezi rozptýleným vlastnictvím na jedné straně a právním systémem (a politickým uspořádáním) na straně druhé. Svoji pozornost zaměřují na právní úpravu, která by měla ztížit dobývání zvláštních výnosů (*private benefit from control*) osobami dominujícími společností. Čím je právní ochrana silnější, tím je pro *insidery* nákladnější dobývat výnosy ze společnosti, až od určitého bodu je pro ně výhodnější vyplácet si výnosy jako dividendy, čímž dojde ke zrovnoprávnění menšinových akcionářů.

Profesor Coffee oponuje názoru, že k tomu, aby se koncentrované vlastnictví mohlo rozptýlit, je potřeba nejdříve vytvořit právní předpoklady pro toto rozptýlení. Rozhodující důkaz předkládá na příkladu Spojených států a dokládá, že k rozptýlování vlastnictví začalo docházet na konci 19. století, zatímco potřebná legislativa byla přijata

²⁶² LA PORTA, Rafael – LOPEZ-DE-SILANES, Florencio – SHLEIFER, Andrei – VISHNY, Robert W.: Law and Finance. *The Journal of Political Economy*, Vol. 106, No. 6 (December 1998), s. 1113-1155

²⁶³ JOHNSON, Simon – LA PORTA, Rafael – LOPEZ-DE-SILANES, Florencio – SHLEIFER, Andrei: Tunneling. *The American Economic Review* (May 2000), s. 22-27

²⁶⁴ BEBCHUK, Lucian A. – ROE, Mark J.: A Theory of Path Dependence in Corporate Governance and Ownership. *Stanford Law Review*, Vol. 52 (1999), s. 127-170

²⁶⁵ BEBCHUK, Lucian A. – ROE, Mark J.: A Theory of Path Dependence in Corporate Governance and Ownership. *Stanford Law Review*, Vol. 52 (1999), s. 127-170

²⁶⁶ ROE, Mark J.: Political Preconditions To Separating Ownership from Corporate Control. *Stanford Law Review*, Vol. 53, No. 3 (December 2000), s. 539-606

až ve třicátých letech 20. století.²⁶⁷ Potřebnou ochranu menšinovým akcionářům poskytovali v této fázi zástupci finančních institucí, kteří zasedali v představenstvech a dozorčích radách společností, a pravidla, která vydávala newyorská burza. Tedy nikoli stát a jeho orgány, ale finanční instituce, a zvláště pak burza, jako soukromé entity byly v roli strážců práv investorů.²⁶⁸

4.1.2 Common law versus civil law

Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer a Robert Vishny, často společně publikující čtveřice, zaměřili záhy svoji pozornost plně směrem ke vztahu mezi právem a ekonomickým růstem.²⁶⁹ Ve svém významném článku²⁷⁰ pak autoři pokládají dělicí čáru mezi zeměmi na základě toho, zda spadají do oblasti kontinentálního práva založeného na římském právu (*civil law*) nebo do oblasti práva anglosaského, založeného na zvyklostech a precedentech (*common law*). Nicméně k zemím s tradicí *civil law* nepřístupují jako k jednomu monolitu, ale dělí je do tří podskupin, tzv. právních rodin (*legal families*): francouzské, německé a skandinávské.

Při zařazení států do jednotlivých právních rodin se výše uvedená čtveřice autorů řídila následujícími kritérii: historický vývoj státu a právního systému, právní teorie a hierarchie pramenů práva, pracovní postupy právníků, charakteristika právních pojmů používaných v právním systému, instituce právního systému, rozdělení práva v rámci systému.

Na základě uvedených kritérií pak **francouzská podskupina** zahrnuje mimo Francii především Belgii, Nizozemí a státy vzniklé z bývalých francouzských kolonií. Nicméně francouzské právo ovlivnilo i právo ve Španělsku, Portugalsku, Lucembursku a v latinskoamerických zemích. Podobně **německá podskupina** nezahrnuje pouze Německo, ale také Rakousko, Českou republiku, Slovensko, Řecko, Maďarsko, Itálii (i když ta se inspirovala i francouzským právem), Švýcarsko, státy bývalé Jugoslávie, Japonsko a Koreu. Pouze **skandinávská skupina** nepřesahuje hranice, resp. břehy, skandinávského poloostrova.

Skupina států s *common law* zahrnuje Británii, Spojené státy, Kanadu, Austrálii, Indii a další bývalé britské kolonie (čtveřice autorů zahrnula do svého výzkumu celkem 18 států s *common law*).

V skupině zemí s *common law* a třech podskupinách zemí s *civil law* byla testována úroveň akcionářských práv, konkrétně šest tzv. **antidirectors rights**:²⁷¹ (1) právo na

²⁶⁷ JACKSON, Howell E., SYMONS, Edward L. Jr.: *Regulation of financial institutions*. West Group, St. Paul, Minn. (1999), s. 653-970

²⁶⁸ COFFEE, John C., Jr.: The Future as History: Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications. *Northwestern University Law Review* Vol. 93, No. 3 (1999), s. 641-707

COFFEE, John C., Jr.: The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control. *The Yale Law Journal*, Vol. 111 (Oct. 2001), s. 1-82

²⁶⁹ LA PORTA, Rafael – LOPEZ-DE-SILANES, Florencio – SHLEIFER, Andrei – VISHNY, Robert W.: Legal determinants of external finance. Cambridge: *The Journal of Finance*, Vol. 52, No. 3 (July 1997), s. 1131-1150

²⁷⁰ LA PORTA, Rafael – LOPEZ-DE-SILANES, Florencio – SHLEIFER, Andrei – VISHNY, Robert W.: Law and Finance. *The Journal of Political Economy*, Vol. 106, No. 6 (December 1998), s. 1113-1155

²⁷¹ LA PORTA, Rafael – LOPEZ-DE-SILANES, Florencio – SHLEIFER, Andrei – VISHNY, Robert W.: Investor protection and corporate governance. *The Journal of Financial Economics*, Vol. 58, No. 1-2 (2000), s. 10-11

zastoupení akcionáře na valné hromadě a možnost hlasování poštou, (2) právo nakládat s akciemi během konání valné hromady, (3) možnost kumulativního hlasování, (4) právo zvrátit manažerská rozhodnutí u soudu, (5) právo přednostního úpisu akcií při zvyšování základního kapitálu, (6) právo na svolání mimořádné valné hromady s ohledem na procentní výši základního kapitálu, která je nutná k jejímu svolání.

Mimo testování akcionářských práv byla dále testována věřitelská práva a vymáhání práva. V rámci věřitelských práv bylo posuzováno, zda reorganizační procedura v rámci konkurzu brání věřitelům se zajištěnými pohledávkami realizovat svá práva bez ohledu na zahájení reorganizační procedury, zda mají tito věřitelé právo uspokojit své pohledávky přednostně, zda dlužník může žádat o ochranu proti věřitelům a zda management zůstává ve funkcích anebo je vyměněn soudem nebo věřiteli (neboli zda správu nad majetkem dlužníka přebírá insolvenční správce nebo jiná osoba). Vymáhání práva zahrnovalo především efektivitu soudního systému, rozsah a hloubku právní úpravy, korupci a riziko vyvlastnění nebo znárodnění státem.

Při testování jednotlivých hypotéz dospěli autoři k podrobným číselným údajům a k následujícím závěrům z nich. Za prvé, výsledky prokázaly, že ochrana akcionářů (investorů) je vyšší v zemích s *common law* než v zemích s *civil law*, přičemž nejhorší ochrana investorů je v zemích z oblasti francouzského *civil law*, zatímco německá a skandinávská oblast je ve výsledcích uprostřed. Za druhé, v ochraně věřitelských práv dosáhly nejvyššího hodnocení země s *common law*, pak země z německé oblasti, následovány těsně zeměmi ze skandinávské oblasti, zatímco země z francouzské oblasti poskytují věřitelům nejslabší ochranu. A za třetí, ve vymáhání práva prokazují nejlepší výsledky země s německým a skandinávským *civil law*, země s *common law* jsou uprostřed a země z francouzské oblasti jsou na konci žebříčku.

Proč však je ochrana investorů vyšší v zemích s *common law*? Jaké jsou rozdíly mezi těmito zeměmi a zeměmi s *civil law*? Autoři předkládají dvě možná vysvětlení. První tzv. **soudcovské vysvětlení** spočívá v tom, že právo v zemích s *common law* je založeno na precedentech a všeobecných zásadách. Soudce může tedy zabránit nezákonnému poškození akcionářů i v případech, kdy zdánlivě je vše v souladu s platným právem. Autoři uvádějí v této souvislosti Coffeeho „pachový test“ (*smell test*), který umožňuje soudci „zvěřit“, že chování *insiderů* (managementu a dominantních akcionářů) přestupuje jejich oprávnění. Naopak v zemích s *civil law* něco takového není možné – všechna pravidla jsou stanovena legislativci a soudce se od nich nemůže odchýlit.²⁷²

Druhé soudcovské vysvětlení, které je částečně i politické a historické, lze najít v historickém vývoji. V Anglii ztratil panovník už v 17. století (a snad i dříve) vliv nad soudy, které přešly pod pravomoc parlamentu a tudíž i pod pravomoc velkých majetkových vlastníků, kteří v té době v parlamentu zasedali. Tímto byly soudy nuceny chránit práva těchto majetkových vlastníků a stavět se proti zájmům panovníka. V pozdější době pak tuto ochranu přenesly i na investory. Naopak ve Francii a Německu soudy nikdy nedominovaly monarchům a naopak stát dominoval majetkovým vlastníkům. Obchodní zákoníky byly adoptovány až v 19. století Napoleonem a Bismarckem. Ti jejich zavedením sledovali především dosažení účinnější regulace ekonomické aktivity ze strany státu. To i nadále pokračovalo v politickém náhledu na

²⁷² LA PORTA, Rafael – LOPEZ-DE-SILANES, Florencio – SHLEIFER, Andrei – VISHNY, Robert W.: Investor protection and corporate governance. *The Journal of Financial Economics*, Vol. 58, No. 1-2 (2000), s. 9

obchodní společnosti, ruku v ruce s cílem zachovat vysoký díl moci politicky vlivným rodinám, které řídily tyto společnosti. Navíc, stát nebyl ochoten vzdát se své moci nad ekonomickými subjekty. Shrnutí, *civil law* bylo ustaveno za účelem většího zasahování státu do ekonomiky, zatímco *common law* za účelem ochrany soukromého vlastnictví. Tuto povahu si tyto dva právní systémy víceméně zachovaly dodnes.²⁷³

K podobným závěrům dochází i profesor Paul G. Mahoney, když se s odvoláním na Friedricha Augusta von Hayeka zabývá tezí, že *common law* je lepším předpokladem ekonomického růstu než *civil law*. Pro svá tvrzení přináší řadu tabulek, na nichž pomocí matematických modelů dokazuje korelaci mezi *common law* a ekonomickým růstem. Mahoney podobně jako La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer a Vishny vidí přednost *common law* v tom, že zajišťuje lepší ochranu investorů a tím vytváří prostor pro rozvoj finančních trhů jako jedné ze základních premis ekonomického růstu. Mahoney rozvíjí Hayekovu hypotézu, že spontánní řád reprezentovaný *common law* se v širší míře shoduje s individuální svobodou než více racionalistické a konstruktivistické *civil law*. *Common law* tak souvisí i s menšími vládními (státními) omezeními v ekonomických a dalších svobodách.²⁷⁴

Mahoney přináší pohled i na historický vývoj *common law* a *civil law*. Jako srovnávací příklady uvádí (stejně jako Hayek) vývoj v Anglii a Francii. Považuje oba systémy za systémy původně založené na stejném základě – tedy na římském právu a na místních právních zvycích. *Common law* však bylo vytvořeno na ochranu majetkových práv aristokracie a měšťanů, a to ve spojení se značnou nezávislostí soudů ho aplikujících. Úkol francouzských soudů byl už před Velkou francouzskou revolucí, tj. před rokem 1789, dramaticky odlišný. Francouzské soudy, tzv. „parlamenty“, byly orgány zčásti soudní, zčásti legislativní (měly pravomoc omezeného veta vůči nově schváleným zákonům) a zčásti to byly orgány správní (úřední). Vzhledem k této pozici ve francouzském státním systému již z principu nemohly být vybaveny takovou mírou nezávislosti jako soudy anglické. Dále, tvrdí Mahoney společně s Hayekem, revoluce a následný vývoj ve Francii rozdíl mezi anglickým právem a právem francouzským dále prohloubily.²⁷⁵

4.1.3 Angažovanost státních orgánů

Regulatorní funkce správních orgánů

I kdyby bylo převzato celé americké právo (možná i včetně precedentů převtělených do zákonů), soudy budou představovat úzké hrdlo, pokud budou považovány na slabé, nekompetentní nebo dokonce korumpovatelné.²⁷⁶ Slabé a

²⁷³ LA PORTA, Rafael – LOPEZ-DE-SILANES, Florencio – SHLEIFER, Andrei – VISHNY, Robert W.: Law and Finance. *The Journal of Political Economy*, Vol. 106, No. 6 (December 1998), ss. 1118-1119

LA PORTA, Rafael – LOPEZ-DE-SILANES, Florencio – SHLEIFER, Andrei – VISHNY, Robert W.: Investor protection and corporate governance. *The Journal of Financial Economics*, Vol. 58, No. 1-2 (2000), s. 12

²⁷⁴ MAHONEY, Paul G.: The common law and economic growth: Hayek might be right. *The Journal of Legal Studies*, Vol. 30, No. 2 (June 2001), s. 503-525

²⁷⁵ MAHONEY, P. G.: The common law and economic growth: Hayek might be right. *The Journal of Legal Studies*. (June 2001), s. 509-510

²⁷⁶ PISTOR Katharina – XU Chenggang: Fiduciary Duty in Transitional Civil Law Jurisdictions: Lessons from Incomplete Law Theory. *ECGI Law Working Paper*, No. 01/2002 (October 2002), s. 5
Dosažitelné na: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=343480

nekompetentní soudy mohou být do značné míry nahrazeny správními orgány, které jsou součástí mocí výkonné. Výhoda správních regulatorních orgánů před soudy spočívá v tom, že správní regulatorní orgány mohou zasáhnout proti porušitelům právních pravidel mnohem snadněji a rychleji. Důležitost regulace prostřednictvím správních orgánů dokazují i příklady Polska a České republiky, když Polsko v devadesátých letech 20. století přijalo, na rozdíl od České republiky, mnohem přísnější pravidla na ochranu investorů na kapitálových trzích.²⁷⁷ Skepse vůči soudům provázela zřízení *Securities and Exchange Commission* ve Spojených státech amerických ve třicátých letech 20. století.²⁷⁸

Navíc, procedurální pravidla a pravidla hmotného práva nemusí být nastavena tak, aby povzbuzovala, spíše než odrazovala, spory v korporátní sféře.²⁷⁹ Za situace, kdy náklady na soudní spory (finanční i jiné) jsou (relativně) příliš vysoké, vzrůstá význam mimosoudní regulace.

Pravomoc správních orgánů podávat civilní žaloby

Ve Spojených státech amerických mají státní orgány, zahrnujíc v to zeména *U. S. Securities and Exchange Commission*, ale třeba i ministerstva (ministry) spravedlnosti jednotlivých států americké federace (*general attorneys*), pravomoc podávat civilněprávní žaloby u amerických soudů k ochraně zájmů právnických osob, včetně akciových společností, přičemž v tomto posledně zmíněném případě tyto žaloby chrání v konečném důsledku zejména akcionáře těchto společností.²⁸⁰ Vhodným příkladem žaloby *Securities and Exchange Commission* může být její žaloba v kauze Davida Stockmana.²⁸¹

Příkladem žaloby státního zastupitelství, pak žaloba prokurátora státu New York proti Richardu Grasso.²⁸² Civilní žaloba (proti excesivním odměnám) byla podána dne 24. května 2004 ministrem spravedlnosti (či generálním prokurátorem) státu New York (*NY Attorney General*) Elliotem Spitzerem, a to po žádostech John Reeda jako

²⁷⁷ GLAESER, Edward L. – JOHNSON, Simon – SHLEIFER, Andrei: Coase versus the Coasians. *Quarterly Journal of Economics*, MIT Press, Vol. 116, No. 3 (August 2001), s. 854-855

²⁷⁸ GLAESER, Edward L. – JOHNSON, Simon – SHLEIFER, Andrei: Coase versus the Coasians. *Quarterly Journal of Economics*, MIT Press, Vol. 116, No. 3 (August 2001), s. 864

²⁷⁹ PISTOR Katharina – XU Chenggang: Fiduciary Duty in Transitional Civil Law Jurisdictions: Lessons from Incomplete Law Theory. *ECGI Law Working Paper*, No. 01/2002 (October 2002), s. 36
Dosažitelné na: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=343480

²⁸⁰ Viz přehled civilněprávních žalob na:
Litigation Releases. [*U. S. Securities and Exchange Commission – on line*]
Viz na: <http://www.sec.gov/litigation/litreleases.shtml>

²⁸¹ Kauza Stockman:
Žaloba dosažitelná na:
Litigation Release No. 20055 / March 26, 2007. [*U. S. Securities and Exchange Commission – on line*]
Viz na: <http://www.sec.gov/litigation/litreleases/2007/lr20055.htm>

Urovnání případu dosažitelné na:
Litigation Release No. 21491 / April 19, 2010. [*U. S. Securities and Exchange Commission – on line*]
Viz na: <http://www.sec.gov/litigation/litreleases/2010/lr21491.htm>

²⁸² Kauza Grasso:
Žaloba newyorského ministra spravedlnosti (generálního prokurátora) proti Richardu Grasso (oficiální označení: *The People of the State of New York, by Eliot Spitzer, as Attorney General of the State of New York, Plaintiff, v Richard A. Grasso, Kenneth G. Langone and New York Stock Exchange, Inc., Defendants*).

prozatímního generálního manažera *New York Stock Exchange* směřovaným na ministerstvo spravedlnosti (prokuraturu) státu *New York* a na *Securities and Exchange Commission*. Newyorská burza byla za vedení Grassa neziskovou organizací a měla plnit speciální podmínky státu *New York* pro neziskovou organizaci.*

V České republice jsou obdobou zmíněných amerických orgánů *Česká národní banka* a *Ministerstvo spravedlnosti* či *Nejvyšší státní zastupitelství*. České státní orgány však pravomoc podávat civilněprávní žaloby v zájmu akcionářů nemají. Státní zastupitelství může podle § 35 občanského soudního řádu pouze vstoupit do již zahájených řízení ve věcech „některých otázek obchodních společností, družstev a jiných právnických osob (§ 200e)“.

Pravomoc podávat civilněprávní žaloby, a využívání této pravomoci, vede k řešení akcionářské nečinnosti (tato nečinnost se vysvětluje pomocí jevů, které jsou odborně nazývány jako „problém černého pasažéra“ a „racionální ignorance“ či „racionální apatie“).²⁸³ Akcionářská nečinnost se v této souvislosti projevuje tehdy, když ekonomický zájem je, v poměru k nákladům na jeho hájení, příliš malý. Tedy akcionářská nečinnost je typická zejména pro drobné akcionáře, kteří se intenzivněji nezajímají o chod akciové společnosti (neúčastní se valných hromad, nehlasují na těchto valných hromadách, atd.) – tedy chovají se racionálně a ignorují uplatňování svých práv. Pokud jsou ve společnosti akcionáři, kteří naopak aktivní jsou, pak se nečinný akcionář může chovat jako černý pasažér – „veze se“ zdarma a spoléhá na ostatní akcionáře, že správu akciové společnosti zajistí za něj. Akcionářskou aktivitu lze předpokládat u většinového (nebo alespoň dominantního) akcionáře, jehož ekonomický zájem je, v poměru k nákladům na jeho hájení, velký. V případě společnosti s rozptýleným vlastnictvím akcií, ve které není akcionář s větším ekonomickým zájmem, však může nastat situace, že všichni akcionáři budou nečinní. Stát, respektive státní orgány pak mohou akcionářskou nečinnost nahradit vlastní angažovaností a aktivitou. Tedy, uvedené pravomoci státních orgánů mají za následek větší sklon k rozptýlení vlastnictví u akcií.

Podle některých badatelů je však klíčové, jaká je celková míra možností, které má výkonná moc dané země k dispozici k zásahu proti manažerům, kteří porušují své povinnosti. Manažeři a členové rad mimo Spojené státy se nemusí bát civilních žalob ze strany úřadů, i zde však existuje hrozba jejich trestního stíhání.²⁸⁴

Úřady mimo Spojené státy pak ovšem musí iniciovat přímo vážnější trestní stíhání, neboť nemají možnost řešit spory v rámci civilněprávních žalob. Ke srovnání vybízí trestní stíhání Josefa Ackermanna v Německu,** které bylo podle převažujících názorů v anglosaském tisku zbytečné a kontraproduktivní,²⁸⁵ a civilněprávní žaloba na Richarda

* *vide infra* s. 82

²⁸³ HOLMAN, Robert: *Dějiny ekonomického myšlení*. 3. vyd. Praha: C. H. Beck (2005), s. 484-485

²⁸⁴ BLACK, Bernard – CHEFFINS, Brian – KLAUSNER, Michael: Liability Risk for Outsider Directors: a Cross-Border Analysis. *European Financial Management*, Vol. 11, No. 2 (2005), s. 167

LISSE, Luděk: Jednání s odbornou péčí a trestněprávní odpovědnost. *Právní rádce*, č. 1 (2003), s. 22-24

** *vide infra* s. 128-130

²⁸⁵ Germany's Mannesmann affair: The trials of Josef A. *The Economist*, (7. ledna 2006), s. 14
Deutsche Bank: A hard year ahead, *The Economist* (7. ledna 2006), s. 66-67

Grassa ve Spojených státech, která plnila funkci dohledu nad manažerskými odměnami, včetně a sankcionuje zatemněné metody odměňování.²⁸⁶

Správa daní

Správci daní při vykonávání své hlavní funkce, tedy výběru daní, vyvolávají také vedlejší efekty v podobě příznivého dopadu na *corporate governance*. Jejich monitorování nákladů akciových společností, chrání i akcionáře, respektive v českých poměrech menšinové akcionáře, před nadměrným využíváním korporátních prostředků managementem, v českých poměrech pak většinovým akcionářem. Tyto nadměrné či nadbytečné náklady, které mohou být i fiktivní, mohou v praxi zahrnovat například náklady na poradenské služby. Vylučování dokladů účelově vystavených na poradenské služby z daňového účetnictví akciové společnosti, prováděné finančními úřady, nejen zlepšuje disciplínu při výběru daní, ale taktéž zároveň chrání menšinové akcionáře před umělým vyváděním zisků ze společnosti. Lze tedy vyslovit odůvodněnou hypotézu, že zlepšení postavení menšinových akcionářů za posledních dvacet let, včetně zamezení nejhorších způsobů tunelování, je zásluhou i pracovníků finančních úřadů.

4.2 Korporátní právo a právo kapitálového trhu

4.2.1 Monistický versus dualistický model

Monistický model (§ 396 odst. 2 zák. o obch. korp.) se vyznačuje pouze jedním správním orgánem. Název, který se používá pro tento orgán v anglosaské části světa je *board of directors*. Do češtiny je tento termín, který v doslovném překladu znamená *rada ředitelů*, zpravidla překládán jako *správní rada* (§ 457 a násl. zák. o obch. korp.).

Dualistický model (§ 396 odst. 1 zák. o obch. korp.) se pak vyznačuje existencí dvou správních orgánů, pro které používá český obchodní zákoník i zákon o obchodních korporacích termíny *dozorčí rada* a *představenstvo*. V právním řádu Spolkové republiky Německo jsou použity termíny *Aufsichtsrat* (dozorčí rada) a *Vorstand* (představenstvo). Spolková republika se svým systémem dvou správních orgánů stala vzorem pro dualistický model do té míry, že tento model je také nazýván jako model německý. Podle německého právního řádu představenstvo (*Vorstand*) není voleno valnou hromadou, ale dozorčí radou (*Aufsichtsrat*). Tento model je tak nejen dualistický, ale i dvojstupňový (*two-tier*).

Mezi hlavní argumenty pro dualistický model je jasné oddělení monitorovacího orgánu od exekutivního. Argumentem pro monistický model je pak naopak jednoduchost a jednotnost správní struktury. Dalším argumentem pro jeden správní orgán je pak to, že v dualistickém modelu se výkonní manažeři vzdalují akcionářům a mohou se cítit více odpovědní dozorčí radě, která je jmenuje, než akcionářům

²⁸⁶ Rozhodnutí SUPREME COURT OF THE STATE OF NEW YORK, COUNTY OF NEW YORK: COMMERCIAL DIVISION, Index No. 401620/04 (PEOPLE OF THE STATE OF NEW YORK by ELIOT SPITZER, the Attorney General of the State of New York, *Plaintiff*, --against-- RICHARD A. GRASSO, KENNETH G. LANGONE, and THE NEW YORK STOCK EXCHANGE, INC., *Defendants*. // RICHARD A. GRASSO, *Cross-Claim Plaintiff*, --against-- THE NEW YORK STOCK EXCHANGE, INC. and JOHN REED, *Cross-Claim Defendants*.), ze dne 18. října 2006

samotným. I v důsledku toho existence dvou orgánů zvyšuje *agency costs*.²⁸⁷ Právní zakotvení pouze jednoho správního orgánu a jeho faktické rozdělení na dvě křídla (exekutivní a monitorovací) se tak jeví jako výhodnější než povinné vytvoření dvou správních orgánů a následné hledání jejich *modus vivendi* často složitou a obsáhlou úpravou stanov společnosti.

U velkých akciových společností se oba modely v praktickém fungování tolik neliší. V monistickém modelu v průběhu času došlo k tomu, že většina členů správních rad je neexekutivních, a často jediným exekutivním členem je pak generální manažer (*chief executive officer – CEO*). Od tohoto jediného exekutivního člena se pak zbylí členové ještě dále oddělují tím, že často zasedají bez přítomnosti exekutivních (výkonných) manažerů, tedy i bez generálního manažera. Ve Spojeném království je pak často oddělena funkce generálního manažera od funkce předsedy správní rady (*chairman*). Ve Spojených státech, kde funkce generálního manažera a předsedy správní rady je většinou spojena, si správní rady mnohdy volí vedoucího neexekutivního direktora, nazývaného obvykle *presiding director* nebo *lead director*. Naopak vrcholoví manažeři se v jednotlivých společnostech sdružují do takzvaných exekutivních výborů (*executive committees*). Výkonné výbory jsou známé i v českém dualistickém prostředí, kde sdružují vrcholové manažery včetně těch, kteří se „nevešli“ do představenstva společnosti. Zasedání dozorčích rad se zase naopak obvykle účastní výkonní manažeři, aby mohli případně osobně podat vysvětlení k projednávané problematice. Tak dozorčí rada v dualistickém modelu může v praxi velmi připomínat správní radu v monistickém modelu a představenstvo v dualistickém modelu zase může velmi připomínat exekutivní výbor v monistickém modelu.

Větší vhodnost monistického modelu může potvrzovat i nedávná česká zkušenost s úpravou výboru pro audit. Výbor pro audit je institucí známou v amerických společnostech, ve kterých správní rady v rámci svého fungování si vytvářejí vlastní výbory složené z neexekutivních členů. Z těchto výborů je jeden i výbor pro audit. Dalšími výbory jsou pak obvykle nominační výbor (pro obsazování pozic direktorů a vrcholových manažerů) a výbor pro odměňování (vrcholových manažerů a direktorů).

Pokud lze konstatovat, že české právní prostředí již přijalo dualistický model jako standardní a vyrovnalo se s komplikacemi s tím spojenými, pak nedávná povinnost ustavit výbor pro audit, která je uložena části českých akciových společností, situaci výrazně zkomplikovala.

Výbor pro audit je povinný u subjektů veřejného zájmu (§ 44 zákona č. 93/2009 Sb., o auditorech), s výjimkou § 44 odst. 6 zákona o auditorech.

V ustanovení § 2 písm. m) zákona o auditorech je uvedeno:

„subjekty veřejného zájmu právnické osoby, které jsou založeny podle českého práva a jejichž převoditelné cenné papíry jsou přijaty k obchodování na evropském regulovaném trhu nebo zahraničním trhu obdobném regulovanému trhu“ nebo smluvního státu dohody o Evropském hospodářském prostoru (dále jen „členský stát“), banky, pojišťovny a zajišťovny, Všeobecná zdravotní pojišťovna České republiky, zdravotní pojišťovny, penzijní fondy, penzijní společnosti, spořitelní a úvěrní družstva,

²⁸⁷ RICHTER, Tomáš: *Kupónová privatizace a její vlivy na správu a financování českých akciových společností*. Univerzita Karlova v Praze, Nakladatelství Karolinum (2005), s. 47-48

obchodníci s cennými papíry, centrální depozitář, investiční společnosti a investiční fondy. Subjektem veřejného zájmu je rovněž obchodní společnost nebo družstvo nebo konsolidující účetní jednotka, pokud průměrný přepočtený stav zaměstnanců obchodní společnosti nebo družstva nebo konsolidačního celku za bezprostředně předcházející účetní období převýšil 4 000 zaměstnanců“.

Myšlenka povinných výborů pro audit vznikla ve Spojených státech amerických, kde si povinné nezávislé výbory pro audit vyžádal *Sarbanes-Oxley Act 2002* v ustanovení sec. 301.²⁸⁸ Ze Spojených států se koncepce povinných nezávislých výborů pro audit dostala do Evropy.²⁸⁹

Pokud se současný dualistický model vžil a společnosti se naučily nacházet potřebnou rovnováhu ve vzájemném vztahu mezi představenstvem a dozorčí radou, pak úprava výboru pro audit, který je ve své podstatě třetím správním orgánem, se už jeví i v českém prostředí jako zbytečná komplikace.²⁹⁰

Výbor pro audit se do české právní úpravy dostal na základě Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2006/43/ES, která byla, jak již bylo výše zmíněno, inspirována americkým zákonem *Sarbanes-Oxley Act*. Přestože uvedená směrnice v článku 41 bodu 1. dávala možnost členským státům přijmout úpravu vytvářet výbory pro audit z neexekutivních členů dozorčí rady,^{xii} přijala Česká republika úpravu, podle které všichni členové výboru pro audit jsou voleni valnou hromadou, zatímco třeba sousední Spolková republika Německo si vybrala právní úpravu, na základě které se výbor pro audit ustavuje v rámci dozorčí rady.²⁹¹

Navíc, další otázkou je, zda bylo vhodné upravit výbor pro audit v zákoně o auditorech (zákon č. 93/2009 Sb., ustanovení § 44), či by naopak nebylo lepší výbory pro audit přímo včlenit do obchodního zákoníku.²⁹² V tomto jako by český zákonodárce kopíroval, zcela zbytečně, právní úpravu této problematiky ve Spojených státech amerických, které mají na základě svého federálního uspořádání (a politických a historických souvislostí) větší část norem *corporate governance* upravenou na úrovni jednotlivých států americké unie a menší část pak na federální úrovni (zejména úprava provedená zákony *Sarbanes-Oxley Act* a *Dodd-Frank Act*). Vložení úpravy výboru pro audit do zákona o auditorech je pak i jedním z důvodů, proč tato úprava patrně zůstane nedotčena i po nabytí účinnosti zákona č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích navzdory tomu, že zákon o obchodních korporacích umožňuje monistickou strukturu správních orgánů akciové společnosti (§ 456 - § 463 zák. o obch. korp.). Pokud budeme pohlížet na výbory pro audit jako na další správní orgán, pak systém označený *de iure*

²⁸⁸ ROMANO, Roberta: The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance. *The Yale Law Journal* Vol. 114 (2005), s. 1529-1533

²⁸⁹ ČECH, Petr: Sarbanes-Oxleyův zákon dobyl evropské právo společností. *Právní zpravodaj*, č. 12 (prosinec 2006), s. 8-10

²⁹⁰ ČERNÁ, Stanislava: Výbory pro audit v zahraničních a tuzemských akciových společnostech. *Obchodněprávní revue*, č. 8 (2010), s. 224

²⁹¹ ČERNÁ, Stanislava: Výbory pro audit v zahraničních a tuzemských akciových společnostech. *Obchodněprávní revue*, č. 8 (2010), s. 224

²⁹² ČERNÁ, Stanislava: Výbory pro audit v zahraničních a tuzemských akciových společnostech. *Obchodněprávní revue*, č. 8 (2010), s. 226

jako „monistický“ bude *de facto* „dualistický“ a systém označený *de iure* jako „dualistický“ bude i nadále *de facto* „trialistický“.

4.2.2 Spolurozhodování zaměstnanců

Německé právo upravuje složení dozorčích rad v akciových společnostech tak, že ve společnostech s počtem zaměstnanců od 501 a více je část dozorčí rady (která v čistě německém modelu volí představenstvo a je tak z tohoto pohledu orgánem nadřazeným představenstvu) volena zaměstnanci. V akciových společnostech s počtem zaměstnanců od 501 do 1999, je volena zaměstnanci třetina dozorčí rady (upraveno ve zvláštním zákoně *Betriebsverfassungsgesetz*), a ve společnostech od 2000 zaměstnanců a více je volena zaměstnanci polovina dozorčí rady (upraveno v *Mitbestimmungsgesetz*).²⁹³

Nicméně navzdory tomu, že počet osob zvolených akcionáři a zaměstnanci je paritní (stejný), je zajištěna převaha akcionářů v dozorčí radě tak, že v případě nemožnosti dosáhnout většiny hlasů při volbě předsedy dozorčí rady, je tento v druhém kole hlasování volen pouze zástupci akcionářů. Předseda dozorčí rady má pak při hlasování dozorčí rady v určitých případech v druhém kole hlasování dva hlasy, což umožňuje reprezentantům akcionářů přehlasovat reprezentanty zaměstnanců. V praxi tak mají akcionáři v dozorčích radách převahu jednoho hlasu nad zaměstnanci.²⁹⁴

Tato křehká většina v dozorčích radách, pak vyvolává sklon k tomu, aby reprezentanti akcionářů v dozorčích radách byli co nejvíce jednotní. Tato jednota se pak nejlépe zajistí, když všichni akcionářští reprezentanti budou do dozorčí rady prosazeni jedním akcionářem. Což zase vede k tlaku na to, aby vlastnictví akcií bylo v německých akciových společnostech koncentrované.

Zřejmě i tyto limitované možnosti zaměstnaneckých reprezentantů v dozorčích radách přispívají k tomu, že se reprezentanti zaměstnanců v německých společnostech v praxi zaměřují na hájení zájmů zaměstnanců a „nemíchají se“ tolik do akcionářských záležitostí. Zjednodušeně řečeno, pokud se ve společnosti neplánuje rozsáhlé propouštění zaměstnanců, tak vlastní iniciativa reprezentantů zaměstnanců je minimální. To lze doložit i chováním reprezentantů zaměstnanců na zasedání prezidia dozorčí rady společnosti *Mannesmann* v roce 2000, na kterém se rozhodovalo o manažerských odměnách.*

Vedle toho však hraje v německých společnostech významnou roli i loajalita zaměstnanců vůči zaměstnavateli. Dá se pak očekávat, že tato loajalita bude silnější v případech, kdy dominantní akcionář ve společnosti je stále ještě žijící zakladatel společnosti či dominantní vytváří jeho přímí potomci, kteří jsou ve společnosti taktéž od jejího počátku.

Současná česká právní úprava dává zaměstnancům v akciových společnostech s počtem zaměstnanců vyšším než 50 zaměstnanců třetinové zastoupení v dozorčích radách. Nicméně nový zákon o obchodních korporacích ustanovení o volbě části členů dozorčí rady zaměstnanci již neobsahuje. Nebude-li do počátku účinnosti zákona o

²⁹³ Germany: Mitbestimmung (Co-determination). [Eurofound – on line]
Viz na: <http://www.eurofound.europa.eu/emire/GERMANY/CODETERMINATION-DE.htm>

²⁹⁴ Germany: Mitbestimmung (Co-determination). [Eurofound – on line]
Viz na: <http://www.eurofound.europa.eu/emire/GERMANY/CODETERMINATION-DE.htm>

* *vide infra* s. 118

obchodních korporací (účinnost je nyní stanovena od 1. ledna 2014) přijata novela, zvláštní zákon nebo úprava v rámci jiného zákona tak, aby zastoupení zaměstnanců v dozorčích radách českých akciových společností bylo znovu uzákoněno, začnou podle všeho zaměstnanci svoji reprezentaci v dozorčích radách českých akciových společností ztrácet. Neztratí ji patrně ani zcela ani náhle. Stávající akciové společnosti, u nichž již existuje reprezentace zaměstnanců v dozorčích radách, si budou moci patrně ponechat zavedený *status quo* (§ 777 odst. 4 zák. o obch. korp.).

Na základě výše uvedených informací a argumentů lze konstatovat, že spolurozhodování (německy *Mitbestimmung* a anglicky překládané jako *co-determination*) vytváří prostředí, které vede k tomu, že vlastnictví akcií inklinuje ke koncentraci. Nicméně, vzhledem k předpokládané účinnosti nového zákona o obchodních korporacích, ztratí tento faktor v České republice postupně na významu.

4.2.3 Fiduciární povinnosti

Hluběji v minulosti nebyly pravomoci správních rad akciových společností ve Spojených státech zdaleka tak rozsáhlé jako v dnešní době. Správní rady a manažeři byli svázáni doktrínou *ultra vires*, která jim umožňovala jednat jen v hranicích vymezených jim akcionáři, a to zejména v základním dokumentu (*articles of incorporation*) schváleného akcionáři. Postupem času však doktrína *ultra vires* byla překonána a správním radám, respektive manažerům, se dostalo maximální volnosti, ve které jsou omezeni pouze fiduciárními povinnostmi.²⁹⁵ Akcionáři tak v dnešní době, obrazně řešeno, si najímají manažery s udělením jednoduché instrukce: „Tady máte naše peníze, dělejte si s nimi, co chcete, avšak maximálně je zhodnoťte, poté si ze zhodnocených peněz vezměte pro sebe odměnu a zbytek nám vraťte.“

Nicméně, každý direktor nebo manažer ve společnosti, ať už má od akcionářů delegovánu jakoukoli volnost ve svém jednání, je vždy vázán fiduciárními (svěreneckými) povinnostmi. Tyto povinnosti jsou dvě (respektive pokud na ně nahlížena jako jednu povinnost, má tato povinnost dvě složky)²⁹⁶ – povinnost loajality a povinnost péče.²⁹⁷ Tyto základní povinnosti pak lze rozvést a upřesnit do jednotlivých dílčích povinností.²⁹⁸

²⁹⁵ EISENBERG, Melvin A. – COX, James D.: *Corporations and Other Business Organisation: Cases and Materials*. 10. edition, *Unabridged*. Thomson Reuters / Foundation Press (2011), s. 249-251

²⁹⁶ *OECD Principles of Corporate Governance 2004*, s. 59.

Dosažitelné na: <http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>

²⁹⁷ EASTERBROOK, Frank H. – FISCHER, Daniel R.: *The Economic Structure of Corporate Law*. First Harvard University Press Edition (1996), s. 91-108

KLEIN, William A. – COFFEE, John C., Jr.: *Business Organization and Finance. Legal and Economic Principles*. 10. vyd. (2007), s. 156-170

ASCHENBRENNER, Martin – DŘEVÍNEK, Karel: K povinnostem členů představenstva akciové společnosti. *Právo a podnikání*, č. 4 (1999), s. 2 -10

KINDL, Jiří: Povinnosti „ředitelů“ obchodních společností podle irského práva. *Obchodní právo*, č. 11 (2001), s. 34-44

MELNIKOVA, Natalia: K některým komparativním aspektům práva obchodních společností. *Právník*, č. 7 (2004), s. 679-680

BERAN, Karel: Význam právních posudků vypracovaných advokáty v souvislosti s povinností reprezentantů kapitálových společností jednat s péčí řádného hospodáře. *Bulletin advokacie*, č. 9 (2004), s. 17-28

²⁹⁸ RADA, Ivan: Tři zákazy uložené členům statutárních orgánů. *Právní rozhledy*, č. 1 (2003), s. 6

Povinnost loajality se definuje obvykle jako povinnost upřednostňovat zájem společnosti před zájmem vlastním. V českém právu se tato povinnost vyvozuje buď z ustanovení § 66 odst. 2 obch. zák. ve spojení s ustanovením § 567 odst. 2 obch. zák.,²⁹⁹ anebo se podřazuje pod péči řádného hospodáře, která je upravena v ustanovení § 194 odst. 5 obch. zák. V novém občanském zákoníku je povinnost loajality v ustanovení § 159 odst. 1 podřazena pod péči řádného hospodáře.

Delawarské právo upravuje povinnost loajality v § 144 *Delaware General Corporation Law (Title 8, Chapter 1, Delaware Code)*. Delawarské právo však v posledních letech mimo povinnost loajality a povinnost péče ještě navíc vyčlenilo povinnost jednat v dobré víře – povinnost loajality tak zúžilo pouze na transakce, ve kterých má direktor či manažer vlastní zájem.³⁰⁰

České právní vědecká obec se zabývala povinností loajality direktorů a manažerů ke společnosti,³⁰¹ tak i povinností loajality akcionáře (či širěji společníka) ke společnosti.³⁰² Zaměření se v českém prostředí na loajalitu akcionáře (společníka) vůči společnosti je pochopitelné, neboť pokud v americkém právním prostředí je třeba (menšinové) akcionáře chránit před manažery, vzhledem k rozptýlenému vlastnictví, pak v evropském kontinentálním prostředí, včetně tedy českého právního prostředí, kde převažuje koncentrované vlastnictví, je třeba zejména chránit menšinové akcionáře před většinovými akcionáři.³⁰³ Povinnost loajality se vztahuje k situaci, kdy je přítomen konflikt zájmů. Anglosaské pojetí povinnosti loajality je zhruba takové, že zásada „férovosti“ byla v minulosti rozpracována do detailů soudy.

Dnešní korporátní právo ve státu Delaware umožňuje akcionářům (nebo spíše těm, kdo kontrolují proces vzniku společnosti a tvorbu jejich základních dokumentů) *opt-out* z mnoha pravidel (tedy mající, podle české terminologie, dispozitivní charakter), avšak neumožňuje v žádném případě vyhnout se povinnosti loajality.³⁰⁴ Stejně kvality, které dělají koncept povinnosti loajality tak rezistentní (trvalý, odolný) v čase, dělají jej extrémně obtížně transplantovatelným do jiných právních systémů. Smysl fiduciární

RADA, Ivan: Obecné povinnosti členů statutárního orgánu. *Právo a podnikání*, č. 2 (2003), s. 8-18

²⁹⁹ RICHTER, Tomáš: *Kupónová privatizace a její vlivy na správu a financování českých akciových společností*. Univerzita Karlova v Praze, Nakladatelství Karolinum (2005), s. 102-104

³⁰⁰ EISENBERG, Melvin A. – COX, James D.: *Corporations and Other Business Organizations*, 10. vyd., Unabridged. New York: Thomson Reuters / Foundation Press (2011), s. 693-700

³⁰¹ Viz například BORKOVEC, Aleš: Povinnost loajality v české praxi: Lekce z ČEZu. *Právní rádce*, č. 12 (2003), s. 75-77

ČECH, Petr: Péče řádného hospodáře a povinnost loajality. *Právní rádce*, č. 3 (2007), s. 5-16

³⁰² Viz například ČERNÁ, Stanislava: K některým aspektům zájmu kapitálové společnosti. In ČERNÁ, S., ČECH, P. A KOLEKTIV AUTORŮ: *Pocta Ivaně Štenglové k sedmdesátým narozeninám*. Vydání 1. Praha: C. H. Beck, 2012, s. 63-79

ČECH, Petr: K povinnosti loajality společníka vůči společnosti a ostatním společníkům. In Pauknerová, Monika – Tomášek, Michal et al.: *Nové jevy na počátku 21. století – IV. Proměny soukromého práva*. Univerzita Kalova v Praze, Nakladatelství Karolinum (2009), s. 54-70

³⁰³ HOPT, Klaus J.: Comparative company law. In REIMANN, M. – ZIMMERMANN, R. (eds.): *Comparative Law*. 1. vyd. (2006), s. 1166

³⁰⁴ PISTOR Katharina – XU Chenggang: Fiduciary Duty in Transitional Civil Law Jurisdictions: Lessons from Incomplete Law Theory. *ECGI Law Working Paper*, No. 01/2002 (October 2002), s. 4
Dosažitelné na: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=343480

povinnosti nemůže být snadno specifikován v detailním právním dokumentu. Snahy učinit tak, buď vždy vynechají situace, které nejde předvídat nebo kategorizovat, anebo budou obsahovat fráze tak široké, že smysl bude moci být pochopen pouze v souvislosti v kontextu specifických případů.³⁰⁵

Právo jako takové je vždy nekompletní.³⁰⁶ Rozhodování soudů ho tedy vždy musí doplňovat – viz tzv. teorie mezer v právu přijímaná v českém prostředí.³⁰⁷ Teprve v roce 1975 německý nejvyšší soud rozpoznal fiduciární povinnosti (*Treuepflichten*) mezi společníky společnosti s ručením omezeným.³⁰⁸ Je zajímavé poznamenat, že německé soudy používají fiduciární povinnost poněkud odlišně od soudů v Delaware. Zatímco v Delaware je koncept používán jako pevná bašta akcionářských práv proti prospektu vysoce uvolněného korporátního práva, německé soudy používají stejný princip k vyvážení rigidního mandatorního práva.³⁰⁹

V souhrnu, angloamerický koncept fiduciární povinnosti nemusí být snadno přenositelný do systémů s *civil law* i do transitních ekonomik. Důležitý postřeh získaný z historie tohoto konceptu v angloamerickém právu je, že jádrový rys tohoto konceptu je alokace pravomocí k soudům, jenž vykonávají právní vymáhání retroaktivně a dělají právo *ex post*.³¹⁰

Povinnost péče pak představuje povinnost vykonávat činnost na úrovni určitého standardu péče, zejména jednat pracovitě, svědomitě a informovaně. Nastavení standardů je na jednotlivých státech a proto se mohou tyto standardy v jednotlivých jurisdikcích vzájemně odlišovat.³¹¹

Vymáhání výše uvedených dvou povinností prostřednictvím státních orgánů, zejména soudů, je však klíčové zejména u povinnosti loajality. Z pohledu společnosti, či přesněji z pohledu akcionářů, je ekonomický dopad porušení obou povinností ve své podstatě stejný, tedy při porušení obou povinností dochází ke snížení bohatství akcionářů – tzv. akcionářské hodnoty (*shareholder value*). Klíčový rozdíl mezi porušením obou povinností z hlediska porušitele však je, že od porušení povinnosti péče může dostatečně odradit hrozba tzv. postihu trhem (ztráta zaměstnání či funkce, pokles

³⁰⁵ PISTOR Katharina – XU Chenggang: Fiduciary Duty in Transitional Civil Law Jurisdictions: Lessons from Incomplete Law Theory. *ECGI Law Working Paper*, No. 01/2002 (October 2002), s. 5
Dosažitelné na: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=343480

³⁰⁶ PISTOR Katharina – XU Chenggang: Fiduciary Duty in Transitional Civil Law Jurisdictions: Lessons from Incomplete Law Theory. *ECGI Law Working Paper*, No. 01/2002 (October 2002), s. 8
Dosažitelné na: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=343480

³⁰⁷ BOGUSZAK, Jiří – ČAPEK, Jiří – GERLOCH, Aleš: *Teorie práva*. ASPI (2001), s. 100-101

³⁰⁸ PISTOR Katharina – XU Chenggang: Fiduciary Duty in Transitional Civil Law Jurisdictions: Lessons from Incomplete Law Theory. *ECGI Law Working Paper*, No. 01/2002 (October 2002), s. 30
Dosažitelné na: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=343480

³⁰⁹ PISTOR Katharina – XU Chenggang: Fiduciary Duty in Transitional Civil Law Jurisdictions: Lessons from Incomplete Law Theory. *ECGI Law Working Paper*, No. 01/2002 (October 2002), s. 31
Dosažitelné na: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=343480

³¹⁰ PISTOR Katharina – XU Chenggang: Fiduciary Duty in Transitional Civil Law Jurisdictions: Lessons from Incomplete Law Theory. *ECGI Law Working Paper*, No. 01/2002 (October 2002), s. 36
Dosažitelné na: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=343480

³¹¹ *OECD Principles of Corporate Governance* (2004)
Dosažitelné na: <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>

hodnoty manažera na pracovním trhu s manažery), zatímco při porušení povinnosti loajality není postih trhem pro manažera dostatečnou sankcí, neboť si tuto sankci dostatečně vykompenzoval přínosem, který získal upřednostněním vlastního zájmu. Od porušení povinnosti loajality ho tak může odradit pouze hrozba následného zásahu státu, v rámci něhož bude manažer v podstatě donucen vrátit získaný přínos.³¹²

Při dodržování povinnosti loajality tak státní orgány, zejména soudy, hrají důležitou, ne-li přímo klíčovou, roli. Při porušení povinnosti péče naopak přílišná aktivita státu při jejím vymáhání může věci často spíše uškodit. Pokud by soudy *ex post* intenzivně přezkoumávaly manažerská rozhodnutí, pak to může manažery vést mimo jiné k přílišné opatrnosti a strachu činit rozhodnutí důležitá pro společnost.

Z hlediska rozptýlení vlastnictví akcií je to pak faktor, který může bránit tomuto rozptýlení. Manažer se před přezkoumáváním svých rozhodnutí *ex post* může cítit bezpečněji ve společnosti s koncentrovanou strukturou. Ve společnostech s koncentrovanou strukturou je zpravidla méně akcionářů, takže podání civilní žaloby na náhradu škodu či požadování jakéhokoli jiného postihu manažera ze strany státních orgánů je méně pravděpodobné (než ve společnostech majících třeba statisíce akcionářů), dále pak manažer může více spoléhat na ochranu dominantního vlastníka, u něhož je obecně vyšší pravděpodobnost, že bude racionálně uvažovat v intencích zde právě popisovaných. A konečně, pokud bude manažer zároveň třeba většinovým akcionářem, bude mít vyšší šanci z případného soudního sporu vyváznout lépe, neboť svým „nepečlivým“ jednáním mohl způsobit škodu především sám sobě.

Pravidlo **business judgement rule** (pravidlo obchodního či podnikatelského úsudku) chrání manažery před extenzivním uplatňováním náhrady škody v případě porušení povinnosti péče.³¹³ Ve Spojených státech amerických tak toto pravidlo chrání manažera před odpovědností za škodu v rozhodnutích, která učinil v dobré víře a neprovinil se zjevnou nedbalostí. Tedy zatímco porušení povinnosti loajality je americkými soudy sankcionováno, pak k porušení povinnosti péče je přistupováno ze strany amerických soudů mnohem mírněji.

Nejenom z hlediska vytvoření vhodného prostředí pro rozptýlení vlastnictví lze tedy vidět jako přínosné budoucí jasnější vymezení obrany manažerů před excesivním hodnocením jejich rozhodnutí *ex post* soudem (či jiným státním orgánem), tedy vytvoření obrany odpovídající americkému *business judgement rule*.³¹⁴ V novém zákoně o obchodních korporacích je pravidlo podnikatelského úsudku již výslovně upraveno v § 51 odst. 1, avšak bez patřičné judikatury jasnější vymezení povinností manažerů poskytnout prozatím nemůže.

Případ Grasso

Hranici mezi porušením povinností loajality a povinností péče přehledně vymezil *New York State Supreme Court* (prvoinstanční soud ve státě New York) ve známé kauze bývalého generálního manažera *New York Securities Exchange* Richarda Grassa. Richard

³¹² EASTERBROOK, Frank H. – FISCHER, Daniel R.: *The Economic Structure of Corporate Law*. First Harvard University Press Edition (1996), s. 103

³¹³ RICHTER, Tomáš: Kupónová privatizace. Univerzita Karlova v Praze, Nakladatelství Karolinum (2005), s. 52-53

³¹⁴ PETROV, Jan: *Obecná odpovědnost členů představenstva akciových společností v česko-americko-německém srovnání*. Masarykova univerzita, Mezinárodní politologický ústav, Brno (2007), s. 89-90

Grasso obdržel od newyorské burzy odměny, které byly viděny ministerstvem spravedlnosti státu New York jako excesivní. Richard Grasso se hájil tím, že on sám nevěděl až do okamžiku, kdy mu byly odměny vyčísleny, jak vysoké odměny mu připadají.

Soud však konstatoval, že Grasso měl zajistit pečlivé informování správní rady ohledně svých odměn. Nelze proto přisvědčit Richardu Grasso, že by bylo nevhodné (*improper*), aby on sám informoval radu o svém systému odměňování. Podle soudu Richard Grasso touto argumentací postavil fiduciární povinnosti na hlavu. Nejen, že mu nic nebránilo toto informování provést, ale přímo mu právo přikazovalo zajistit informovanost správní rady a výboru pro odměňování, aby mohly provést informované rozhodnutí. Richard Grasso tvrdí, konstatoval soud, že ani on neznal aktuální hodnotu svých nahromaděných odměn (benefitů) až do podzimu 2002, kdy tato přesáhla \$ 100 000 000. Soud považuje Grassovu obranu nedbalosti za šokující v tom, že fiduciář jakékoli instituce, proziskové nebo neziskové, může čestně připustit, že si nebyl vědom závazku ve výši \$ 100 000 000 nebo i více. To je jasné porušení **povinnosti péče**. Avšak skutečnost, že to byl závazek k jemu samotnému jako *insiderovi* (předsedovi a *CEO*) je ještě více šokující a je jasným porušením **povinnosti loajality**. Nesledováním výše svých odměn tedy zanedbal nejen povinnou péči, ale tím i zároveň upřednostnil své zájmy před zájmy právnické osoby, neboť kdyby znal výši svých odměn, nezbylo by mu nic jiného, než proti svým excesivním odměnám zakročít. Toto udržování se v nevědomosti bylo tedy prvoinstančním soudem posouzeno jako porušení povinnosti loajality. Podle soudu nelze připustit ani argument, že Richard Grasso přijal odměny v dobré víře. U fiduciáře společnosti dobrá víra při přijetí benefitů (odměn) nehraje roli.³¹⁵

Shrnutí

Shrnutím, fiduciární povinnosti vyžadují sofistikovaný právní systém, protože i jasně vyjádřený zákaz ve stanovách (které ve své podstatě nejsou nic jiného než kontrakt) potřebuje nejen snadnou ale i účinnou právní vymahatelnost.³¹⁶

4.2.4 Prolomení omezeného ručení

Účelem omezeného ručení tak je ochránit investory a manažery od nadměrného rizika, nikoli však od následků způsobených jejich excesivním jednáním nebo před morálním hazardem. Zvláště v případech, kdy obchodní společnost má jediného akcionáře (nebo obecně společníka), se může objevit nežádoucí tendence k *de facto* splynutí akcionáře s vytvořenou právnickou osobou (samozřejmě stále oddělenou *de iure*). Americká soudní praxe proto zvrátila snahy fyzických osob vyhýbat se odpovědnosti cestou účelového vytváření právnických osob (s omezeným ručením) nebo vytvářením právnických osob právnickými osobami. Pokud k tomu existují důvody, nedbá se korporátní subjektivity a odpovědnost, zpravidla před věřiteli (včetně i těch ze škody), se přenáší přímo na společníky (společníka). Procedura (doktrína) nazývaná ve

³¹⁵ Rozhodnutí SUPREME COURT OF THE STATE OF NEW YORK, COUNTY OF NEW YORK: COMMERCIAL DIVISION, Index No. 401620/04 (PEOPLE OF THE STATE OF NEW YORK by ELIOT SPITZER, the Attorney General of the State of New York, *Plaintiff*, --against-- RICHARD A. GRASSO, KENNETH G. LANGONE, and THE NEW YORK STOCK EXCHANGE, INC., *Defendants*. // RICHARD A. GRASSO, *Cross-Claim Plaintiff*, --against-- THE NEW YORK STOCK EXCHANGE, INC. and JOHN REED, *Cross-Claim Defendants*.), ze dne 18. října 2006

³¹⁶ ROE, Mark J.: Political Preconditions To Separating Ownership from Corporate Control. *Stanford Law Review*, Vol. 53, No. 3 (December 2000), s. 539-606

Spojených státech jako *piercing the corporate veil* (propíchnutí korporátního hávu), případně více vědecky znějící jako *disregard of corporate entity*,³¹⁷ a ve Spojeném království jako *lifting the veil* (zvednutí korporátního hávu), respektive *ignoring the separate legal personality*,³¹⁸ umožňuje soudům nedbat subjektivity obchodní společnosti, nebo přesněji její majetkové samostatnosti, respektive tuto majetkovou samostatnost ignorovat.³¹⁹ V německy mluvících zemích je podobně používána doktrína *Durchgriffshaftung*.³²⁰ Uvedenou procedurou se prolamuje institut omezeného ručení.

Jak již bylo popsáno výše, jednotlivé (právně stejné) akciové společnosti mohou mít naprosto odlišné *corporate governance* ohledně vztahu mezi akcionáři a manažery – v praxi existují společnosti s pasivními akcionáři a s manažery, kteří mají takřka neomezenou volnost rozhodování, i společnosti, kdy jediný nebo dominantní vlastník společnosti fakticky řídí dennodenní chod společnosti (ať už je zároveň formálně jejím nejvyšším manažerem či nikoli) a vlastník i společnost tak vzájemně silně splývají. Zároveň „vlastník“ společnosti tuto společnost využívá jako štít. Z tohoto pohledu se státní regulace jeví jako vhodný nástroj, který částečně nahrazuje akcionářskou aktivitu a zároveň zajišťuje akcionářům vzájemně rovná práva.

Škála případů, kdy se soudy k „propíchnutí korporátního hávu“ uchylují, je velmi široká. Nicméně nebyl zaznamenán případ, kdy by propíchnutí korporátního hávu mělo za následek závazání akcionářů veřejně (veřejně-držené) akciové společnosti.³²¹ Z toho lze vyvodit, existence doktríny „propíchnutí korporátního hávu“ vyvolává tendence k rozptýlení vlastnictví akcií, neboť akcionář mající pouze malý procentuální podíl ve společnosti je chráněn před použitím pravidla „propíchnutí korporátního závoje“ a uložením závazků přímo na něj.

Použití pravidla „propíchnutí korporátního hávu“ je aplikovatelné i v české jurisdikci na základě použití ustanovení o stínových vedoucích (zejména § 66 odst. 6 obch. zák.) – alespoň podle závěrů provedených českou vědeckou obcí.³²²

³¹⁷ EISENBERG, Melvin A. – COX, James D.: *Corporations and Other Business Organizations*, 10. vyd., Unabridged. New York: Thomson Reuters / Foundation Press (2011), s. 415-450

³¹⁸ DINE, Janet – KOUTSIAS, Marios: *Company Law*. 6. vyd. (2007), s. 27-30;
DAVIES, Paul L.: *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*. 8. vyd. (2008), s. 200-209

³¹⁹ GLÜCKSELIG, Richard: Průlom do právní autonomie obchodních společností. *Právní rozhledy*, č. 5 (2002), s. 219-223

KÜHN, Zdeněk: Fikce samostatnosti právnických osob a její prolomení. *Právní rozhledy*, č. 11 (2003), s. 542-552

³²⁰ ŘÍHA, Pavel: K některým problémům nového koncernového práva. *Právní rozhledy*, č. 8 (2002), s. 380

³²¹ EISENBERG, Melvin A. – COX, James D.: *Corporations and Other Business Organizations*, 10. vyd., Unabridged. (2011), s. 445

³²² ČERNÁ, Stanislava: Lze prolomit hranice majetkové samostatnosti obchodní společnosti? In PAUKNEROVÁ, Monika – TOMÁŠEK, Michal et al.: *Nové jevy na počátku 21. století – IV. Proměny soukromého práva*. Univerzita Kalova v Praze, Nakladatelství Karolinum (2009), s. 28-46

PATĚK, Daniel: K možnosti prolomení majetkové samostatnosti české společnosti s ručením omezeným. In PAUKNEROVÁ, Monika – TOMÁŠEK, Michal et al.: *Nové jevy na počátku 21. století – IV. Proměny soukromého práva*. Univerzita Kalova v Praze, Nakladatelství Karolinum (2009), s. 46-54

Tuzemské úvahy jsou v souladu i se zahraničními koncepcemi, které uvádějí, že mezi tři základní nástroje pro ukládání závazků na dominantního či kontrolního akcionáře patří, jak doktrína *de facto* direktorů (stínových vedoucích), tak i pravidlo *piercing the corporate veil*, přičemž evropská doktrína *de facto* neboli stínových direktorů je populární alternativou k *piercing of the corporate veil* – například ve francouzském právu.³²³

V současnosti české soudy neaplikují pravidlo *piercing the corporate veil*, respektive nevyužívají doktríny *de facto* direktorů ve svých rozhodnutích. Nicméně, toto se může rychle změnit po nabytí účinnosti zákona o obchodních korporacích, který snižuje minimální výši základního kapitálu u společností s ručením omezeným z Kč 200 000 na Kč 1. Při *de facto* neexistenci základního kapitálu u společností s ručením omezeným se zvýší tlak na hledání cest pro nahrazení zajišťovací funkce základního kapitálu jinými instituty³²⁴ – a prosazení aplikování pravidla *piercing the corporate veil*, respektive doktríny *de facto* direktorů může být jedním z nich.³²⁵

4.2.5 Fundamentální změny ve struktuře společnosti

Fundamentální změny ve společnostech, označované také často jako *mergers and acquisitions (M&A)*, česky „fúze a akvizice“, představují kombinace a další změny, které vedou ke změně právních vlastníků aktiv a/nebo k přeskupení beneficiárních vlastníků aktiv (akcionářů), a které proto tímto významně zasahují do postavení akcionářů ve společnostech. K zásahům v postavení akcionářů dochází zejména v důsledku přesunu hlasovacích práv ve společnosti, v důsledku vzdálení akcionářů od stávajících aktiv společnosti anebo eliminací akcionářů ze společnosti vůbec. Všechny tyto skutečnosti mohou stávající akcionáře majetkově poškodit. Právních cest, kterými lze provést přesun aktiv a/nebo odsun akcionářů, je celá řada – například prodej v podstatě všech aktiv (prodej podniku), provedení fúze nebo převod jmění na společníka. Z hlediska zkoumané materie, což je problematika rozptýleného vlastnictví akcií, mezi nejpodstatnější patří problematika převzetí společností a stanovení tzv. spravedlivé ceny za akcii při fundamentálních změnách ve struktuře společností.

Převzetí společnosti

Za převzetí společnosti v užším slova smyslu je považováno nabytí počtu akcií dostatečného k ovládnutí společnosti. Společnost, ve které byly doposud akcie

BRODEC, Jan: Proniknutí přes hradbu subjektivity právnické osoby a některé otázky mezinárodního práva soukromého. In PAUKNEROVÁ, Monika – TOMÁŠEK, Michal et al.: *Nové jevy na počátku 21. století – IV. Proměny soukromého práva*. Univerzita Kalova v Praze, Nakladatelství Karolinum (2009), s. 199-210

³²³ KRAAKMAN, Reinier – DAVIES, Paul – HANSMANN, Henry – HERTIG, Gerard – HOPT, Klaus – KANDA, Hideki – ROCK, Edward: *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*. Oxford University Press (2006), s. 92-93

³²⁴ Vládní návrh na vydání zákona o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích) /Důvodová zpráva/. *Sněmovní tisk* č. 363/0, Parlament České republiky, Poslanecká sněmovna, VI. volební období 2010-2013 (2011), s. 218-219

³²⁵ PATĚK, Daniel: K možnosti prolomení majetkové samostatnosti české společnosti s ručením omezeným. In PAUKNEROVÁ, Monika – TOMÁŠEK, Michal et al.: *Nové jevy na počátku 21. století – IV. Proměny soukromého práva*. Univerzita Kalova v Praze, Nakladatelství Karolinum (2009), s. 51-52

Vládní návrh na vydání zákona o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích) /Důvodová zpráva/. *Sněmovní tisk* č. 363/0, Parlament České republiky, Poslanecká sněmovna, VI. volební období 2010-2013 (2011), s. 208

rozptýleny, se tak stane společností s koncentrovanou akcionářskou strukturou. Nabízí se tedy v této souvislosti úvahy, že pro zachování rozptýleného vlastnictví je lepší bránit převzetí, k čemuž se v praxi používá celá řada obranných mechanismů.^{xiii}

Odpověď však není tak jednoduchá. Převzetí společností plní významnou disciplinární roli v případě, že akcionáři společnosti s rozptýleným vlastnictvím nejsou schopni disciplínu ve společnosti udržet. Manažeři mají sklon získat více moci tehdy, když (1) správní rada je slabá nebo neefektivní, (2) ve společnosti není velký investor, (3) ve společnosti je málo institucionálních investorů nebo (4) manažeři jsou chráněni nástroji proti převzetí.³²⁶ Pokud by možnost koncentrace akcií nebyla umožněna, pak by tato nemožnost koncentrace na druhou stranu bránila *ex ante* rozptýlení akcií, neboť společnosti s rozptýleným vlastnictvím by neměly k dispozici efektivní cestu k zavedení disciplíny mezi manažery společnosti. Nepřátelská převzetí (*hostile takeovers*) tak uzavírají mezeru mezi akcionáři a manažery.

Na druhou stranu by však z hlediska zachování rozptýleného vlastnictví akcií nebylo vhodné ani odebrání prostředků k obraně společnosti, které vedení společnosti může legálně aplikovat, neboť použití obranných mechanismů může pomoci zvýšit cenu akcií společnosti, což je dobré pro stávající akcionáře. Empirická praxe pak ukazuje, že pokud cena v nabídce převzetí (*takeover bid, tender offer*) je pro akcionáře výhodná, pak obranné mechanismy zpravidla nejsou trvalou překážkou.^{xiv} K efektivnímu chování vedení společnosti přispívá, když je správní rada složena převážně z nezávislých direktorů.

Management může záměrně bránit v pohybu od rozptýleného vlastnictví ke koncentrovanému. To za situace, že má vysokou míru kontroly (velké pravomoci – velkou volnost v rozhodování) nad společností, a obává se, že v případě koncentrovaného vlastnictví by ji ztratil. Následkem je přetrvávání rozptýleného vlastnictví, i když je tento stav pro akcionáře nevýhodný.³²⁷

Spravedlivá cena

Akcionář může být poškozen transakcemi, které snižují fundamentální hodnotu všech akcií (nevýhodné obchodní transakce, nevýhodné transakce s podnikem, likvidace společnosti), fundamentálními změnami s různým dopadem na jednotlivé akcionáře (fúze, změna výše základního kapitálu) anebo tím, že je zbaven akcií, aniž by za ně obdržel cenu odpovídající jejich fundamentální hodnotě.

Menšinoví akcionáři mohou být zbaveni akcií proti své vůli za zákonem určených podmínek v procesu fúze, převodu jmění na společníka a výkupu účastnických cenných papírů podle § 183i - § 183n obch. zák. (tzv. *squeeze-out*). Určení spravedlivé ceny je však klíčové také v případech, kdy je akcionář okolnostmi tlačěn k prodeji svých akcií (např. hrozí ztráta likvidity), což nastává i při povinné nabídce převzetí anebo při koupi nebo směně účastnických cenných papírů podle § 183a obch. zák. (tzv. odkup akcií).

V amerických jurisdikcích mají akcionáři k dispozici proceduru nazývanou jako *appraisal remedy*, v rámci které se mohou u amerických soudů domáhat přezkoumání

³²⁶ BEBCHUK, Lucian A. – FRIED, Jesse M.: Executive Compensation as an Agency Problem. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17 (2003), s. 7-8

³²⁷ BEBCHUK, Lucian A. – ROE, Mark J.: A Theory of Path Dependence in Corporate Governance and Ownership. *Stanford Law Review*, Vol. 52 (1999), s. 127-170

ceny svých akcií přímo těmito soudy,³²⁸ přičemž procedura prošla vývojem směřujícím k ulehčení situace menšinovým akcionářům.³²⁹ Ve Spolkové republice Německo je pak akcionářům k dispozici podobná metoda s názvem *Spruchverfahren*.³³⁰ Ačkoli je v současnosti postavení akcionářů vytěsňovaných z českých společností mnohem lepší než bylo jejich postavení po zavedení institutu *squeeze-out* do českého právního řádu v roce 2005, a to v důsledku novelizace obchodního zákoníku i v důsledku rozhodovací činnosti Nejvyššího soudu ČR (viz např. rozhodnutí sp. zn. 29 Cdo 4712/2007, kterým došlo k upřesnění soudního přezkumu *squeeze-out*), je stále nesrovnatelně méně výhodné než třeba postavení akcionářů ve společnostech spadajících do německé jurisdikce.

K problematice vytěsnění existuje rozsáhlá publikatura, jejíž výčet je zde uveden v poznámce pod čarou, kde jsou publikace uvedeny chronologicky bez dalších upřesnění, komentářů, rozborů a hodnocení.³³¹ Lze však shrnout, že v celkovém součtu převládají

³²⁸ EASTERBROOK, Frank H. – FISCHER, Daniel R.: *The Economic Structure of Corporate Law*. First Harvard University Press Edition (1996), s. 145-161

³²⁹ *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.* [Del. Supr. 634 A.2d 345 (1993)]

³³⁰ ZIMA, Petr: *Squeeze-out a Spruchverfahren*. *Právní rozhledy*, č. 1 (2005), s. 27-30

³³¹ ZIMA, Petr: *Ad: Velcí se bojí*. *Euro*, č. 4 (26. ledna 2004), s. 6

POKORNÁ, Jarmila: *Squeeze-out: ochrana menšinových akcionářů nebo efektivita činnosti akciové společnosti?* *Právní fórum*, č. 6 (2004), s. 237-239

FOJTÍK, Vadim – PÁRAL, Pavel – SKŘIVÁNEK, Tomáš: *A nejhorší ze všeho jsou trpaslíci*. *Euro*, č. 29 (19. července 2004), s. 3

FOJTÍK, Vadim – SKŘIVÁNEK, Tomáš: *A nastal čas prázdnin*. *Euro*, č. 29 (19. července 2004), s. 20-25

ROSENBAUM, Marek: *Čas změny*. *Euro*, č. 29 (19. července 2004), s. 48

HAVEL, Bohumil: *Squeeze-out. Protiústavní nebo legitimní nástroj změny vlastnické struktury společnosti?* *Právní rozhledy*, č. 21 (2004), s. 773-778

ZIMA, Petr: *Squeeze-out a Spruchverfahren*. *Právní rozhledy*, č. 1 (2005), s. 27-30

HART, Jan: *Vytlačení akcionářů není českým výmyslem*. *Hospodářské noviny*, (6. května 2005), s. 18

HAVRÁNEK, Ondřej – SERVUS, Stanislav: *Povinnost ústupu*. *Euro*, č. 19 (9. května 2005), s. 64-65

FIDLER, Jan: *Vodníci útočí*. *Euro*, č. 20 (16. května 2005), s. 68-69

JEŽEK, Tomáš: *Suverénní sněm špatně rozhodl*. *Hospodářské noviny*, (19. května 2005), s. 8

HOLUB, Emil: *Sud'te se na Sejšelách, akcionáři*. *Hospodářské noviny*, (26. května 2005), s. 11

VÁŇA, Radek: *Snadno a rychle*. *Euro*, č. 19 (9. května 2005), s. 56-57

KŘÍŽ, Karel: *Poprava drobných akcionářů*. *51 PRO* (květen 2005), s. 33

JOSKOVÁ, Lucie – PELIKÁN, Robert: *Squeeze-out po česku*. *Právní zpravodaj*, č. 6 (2005), s. 6-8

RICHTER, Tomáš: *Spíše oškubání než vytěsnění*. *Euro*, č. 23 (6. června 2005), s. 70-71

ČECH, Petr: *Další zamýšlení nad úpravou nuceného výkupu akcií*. *Právní zpravodaj*, č. 7 (2005), s. 9-11

DVOŘÁK, Tomáš: *Squeeze-out aneb má drobný akcionář důvod k pláči?* *Právní fórum*, č. 7 (2005), s. 253-259

SKŘIVÁNEK, Tomáš: *Rychle a zběsile*. *Euro*, č. 33-34 (15. srpna 2005), s. 34-35

CETLOVÁ, Klára: *Novelizovat, a to rychle*. *Euro*, č. 33-34 (15. srpna 2005), s. 72-73

NOVÁK, Jaroslav: *Homo minoritus opět na lovu*. *Euro*, č. 35 (29. srpna 2005), s. 63

publikace, které jsou k české úpravě *squeeze-out* kritické, zejména pak k původní úpravě z roku 2005.

-
- HAVEL, Bohumil – DOLEŽIL, Tomáš: A zase ten squeeze-out. Úvahy nad interpretací § 183i a násl. *ObchZ. Právní rozhledy*, č. 17 (2005), s. 633-638
- ČECH, Petr: K (četným) problémům právní úpravy výkupu účastnických cenných papírů (*squeeze-out*). *Právní rozhledy*, č. 18 (2005), s. 651-663
- ZIMA, Petr: Vývoj rozhodování Ústavního soudu ve věcech vyvlastňování investic v akciových společnostech. *Právní rozhledy*, č. 22 (2005), s. 823-830
- ŠKOP, Martin: Některé ústavněprávní rysy úpravy vytlačení menšinových akcionářů. *Právní rozhledy*, č. 24 (2005), s. 883-889
- DĚDIČ, Jan – KASÍK, Petr – PIHERA, Vlastimil: K vybraným aspektům úpravy squeeze-out(u). *Právní rozhledy*, č. 1 (2006), s. 25-30
- KOTÁSEK, Josef: Vytěsnění anonymního akcionáře. *Časopis pro právní vědu a praxi*, č. 3 (2006), s. 257-261
- HAVEL, Bohumil: Vyvlastnění, vytlačení akcionářů a ústavnost. *Právní rozhledy*, č. 6 (2006), s. 215-220
- MAŠEK, František – PETŘÍČEK, Martin: Ode zdi ke squeeze-out. *Ekonom*, č. 16 (20. dubna 2006), s. 63-65
- DĚDIČ, Jan – PIHERA, Vlastimil: Nucený výkup a cena akcií. *Ekonom*, č. 21 (25. května 2006), s. 44-46
- ZIMA, Petr: Právo výkupu po x-té a nikoliv naposledy. *Právní rozhledy*, č. 19 (2006), s. 705-709
- KUHN, Petr: Odpověď na komentáře k „Vytěsnění minoritních akcionářů“. www.leblog.cz (8. srpna 2007)
- UZSÁK, Martin: Co se o squeeze-out(u) nepíše. *Bulletin advokacie*, č. 3 (2007), ss. 15-22
- UZSÁK, Martin: Co se o squeeze-out(u) nepíše. *Bulletin advokacie*, č. 4 (2007), ss. 30-37
- ZIMA, Petr: SRN: Spolkový ústavní soud: Ochrana menšinových akcionářů při tzv. squeeze-out. *Právní rozhledy*, č. 19 (2007), s. 725-726
- ZIMA, Petr: Oceňování při squeeze-out. *Právní rozhledy*, č. 8 (2011), s. 267-274

4.2.6 Nezávislí direktoři

Za situace, kdy akcionáři nejsou aktivními účastníky na správě akciové společnosti, což je situace obvyklá v akciových společnostech s rozptýleným vlastnictvím, vzrůstá volnost jednání správních orgánů akciových společností i jejich jednotlivých členů. Někteří badatelé označují tuto ústřední důležitost direktorů jako *director primacy*,³³² čímž direktory stavějí nad akcionáře a manažery a popírají tím nadřazenost akcionářů (*shareholder primacy*) i manažerů. V důsledku klíčového postavení správní rady (správních orgánů) v systému rozptýleného vlastnictví se pak zvyšuje i důležitost správného nastavení personálního obsazení této správní rady (správních orgánů), jejíž úloha tak v systému rozptýleného vlastnictví prudce roste. Aby správní rada, v případě monistického modelu, mohla jako celek dobře plnit svoji monitorovací roli, je vhodné, aby ve správní radě zasedali direktoři, kteří budou nezávislí na exekutivních manažerech. Pro čistě dualistický model, který je zároveň dvojstupňový, platí, že nezávislí členové by měli zasedat v dozorčí radě, ve standardním českém hybridním modelu by pak mělo platit, že nezávislí, a zároveň nutně i neexekutivní, členové by měli zasedat jak v dozorčí radě, tak i v představenstvu.

Nezávislí direktoři

V amerických správních radách zasedá zpravidla pouze jeden exekutivní člen, a to generální manažer, ostatní direktoři jsou neexekutivní a zároveň většina z nich splňuje podmínky nezávislosti.

Z ustanovení sekce B.1.1 britského *UK Corporate Governance Code* (dříve nazývaný jako *Combined Code*) vyplývá, že nezávislost direktora zpochybňují tyto skutečnosti:³³³

- byl zaměstnancem společnosti nebo jiné společnosti ve skupině v posledních pěti letech,
- byl v obchodním (*business*) vztahu se společností v posledních třech letech, ať už přímo nebo jako společník (*partner*), akcionář nebo vyšší manažer entity (*body*), která měla takový vztah,
- obdržel od společnosti jiné odměny (*remuneration*) než odměny za výkon funkce direktora, participuje na opčních programech nebo odměnách odvíjejících se od výkonnosti (ziskovosti),
- má blízké rodinné vazby k nějakému poradci společnosti nebo k jinému direktorovi nebo vyššímu manažerovi,
- je zapojen do „křížového členství ve správních radách“ (*cross-directorships*) nebo má podstatné vazby na jiné direktory přes účast v jiných společnostech nebo entitách,
- reprezentuje akcionáře s podstatným vlivem nebo
- je členem dané správní rady více než devět let od data jeho prvního zvolení.

Pokud je splněna některá z výše uvedených skutečností, pak by direktor neměl být považován za nezávislého, pokud není prokázán opak.

³³² BAINBRIDGE, Stephan M.: *Director Primacy and Shareholder Disempowerment*. *Harvard Law Review*, Vol. 119 (2006), s. 1735-1772

³³³ *The UK Corporate Governance Code*. Financial Reporting Council (September 2012)
Dosažitelné na: <https://frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Corporate-Governance-Code-September-2012.aspx>

Podobné definice directorské nezávislosti lze pak najít i v dalších předpisech, včetně pravidel *New York Stock Exchange* anebo *International Finance Corporation*.

Nezávislí direktori tak chrání akcionáře před manažery a také menšinové akcionáře před většinovými. Při fundamentálních změnách ve společnostech zajišťují nezávislí direktori nastavení co nejlepší ceny pro akcionáře, tj. dosažení co možná nejvyšší ceny akcií.³³⁴

Specifika voleb správních rad v amerických společnostech

Volby do správních rad v amerických společnostech se v praxi podstatně liší od voleb, které jsou konány v českých akciových společnostech, nicméně je třeba zdůraznit, že uvedená specifika nemusí být nezměnitelným pravidlem, avšak jsou v praxi převažující.

Jde o tyto specifika:

- *En bloc*
Na valné hromadě se hlasuje *en bloc*, akcionář má možnost hlasovat pouze pro celou kandidátní listinu; akcionář tedy nemůže hlasovat pouze pro některé navržené kandidáty, resp. zároveň pro kandidáty na jiné kandidátní listině
- Protikandidátka
Pokud se někdo neztotožňuje s kandidáty, kteří jsou navrženi, přičemž vždy jednu kandidátní listinu připravuje stávající správní rada, musí proti stávající kandidátní listině postavit další úplnou kandidátní listinu.
- Prostá většina
Pokud je sestavena pouze jedna kandidátní listina, pak lze hlasovat buď pro všechny kandidáty uvedené na této kandidátní listině, anebo nehlasovat vůbec. Vítězí kandidátní listina, která obdržela nejvíce hlasů, nehlasující akcionáři se ignorují.
- Hlasování na základě plných mocí (*proxy*)
V amerických společnostech je obvyklé, že část akcionářů hlasuje na základě plných mocí. Na rozdíl od českého prostředí, kde se zastupování akcionářů na valných hromadách na základě plných mocí také aplikuje, zastupování akcionářů v americkém systému organizuje správní rada, která zároveň dává akcionářům možnost se předem vyjádřit k otázkám, které budou na valné hromadě projednávány; při výkonu zastoupení je tak zmocněnec vázán pokyny akcionáře jakožto zmocnitele.
- Jednací řád (*bylaws*) vydává správní rada
Bylaws, které lze přeložit do češtiny jako jednací řád, avšak svým obsahem se standardně blíží spíše stanovám českých akciových společností, vydává v amerických společnostech správní rada.
- Každoroční volby

³³⁴ SUBRAMANIAN, Guhan: Fixing Freezeouts. *The Yale Law Journal*, Vol. 115, No. 1 (October 2005), s. 2-70

V amerických společnostech je obvyklé, že se konají volby každoročně na valných hromadách jednotlivých společností, jakkoliv je pravdou, že obvykle je to v praxi pouze potvrzující referendum o stávající správni radě.

Část odborníků, z nichž nejvýraznější je Lucian Bebchuk, profesor na *Harvard Law School* (Právnická fakulta Harvardské univerzity), doporučují posílení pravomocí akcionářů v rámci korporátní demokracie. Navrhované změny zahrnují požadavek majority (z přítomných akcionářů) pro zvolení direktorů, zrušení jednotné volby, zavedení kumulativního hlasování a přenesení nákladů na rozeslání protikandidátek na akciovou společnost.³³⁵ Druhá část odborníků, z nichž nejvýraznější je patrně Leo Strine, soudce *Delaware Court of Chancery*, klíčového delawarského soudu pro korporátní záležitosti, se těmto navrhovaným změnám brání a trvá na ponechání odpovědností na správních radách, respektive na jednotlivých direktorech.³³⁶

Shoda mezi odborníky také nepanuje v tom, jak dobře plní současné správní rady svoji úlohu. Lucian Bebchuk a Jesse Fried tvrdí, že direktori si všeobecně přejí být znovu zvoleni do správních rad. Průměrné direktorské odměny (na jednoho direktora) v 200 největších amerických společnostech byly \$ 152 626 v roce 2001.³³⁷

Při jiném výzkumu 2 054 největších amerických korporací bylo zjištěno, že medián odměn pro všechny nezávislé direktory v jedné společnosti je \$ 800 000 ročně.³³⁸ Počítáme-li s deseti nezávislými řediteli v jedné společnosti, pak průměrná roční odměna připadající na jednoho direktora je \$ 80 000, což v přepočtu je zhruba Kč 1 200 000.

Neexekutivní direktori v nově založené společnosti *General Motors Company* nastupovali za stanovenou odměnu \$ 200 000 ročně vyplácených v penězích a se zajištěným služebním automobilem, přičemž předseda (neexekutivní) měl odměnu zvýšenou na \$ 350 000.³³⁹

Ve společnosti Caterpillar Inc. obdrželi neexekutivní (a zároveň všichni jako nezávislí) direktori odměny za celý rok 2012 ve výši od \$ 250 000 do \$ 300 000 pro každého jednotlivého direktora z celkových patnácti. Generální manažer a zároveň předseda rady Douglas R. Oberhelman obdržel celkové odměny za rok 2012 ve výši \$ 22 374 744. Průměrná odměna jednoho neexekutivního direktora společnosti

³³⁵ BEBCHUK, Lucian A.: The Case for Increasing Shareholder Power. *Harvard Law Review*, Vol. 118, No. 3 (January 2005), s. 833-914

³³⁶ STRINE, Leo E.: Towards a True Corporate Republic: A Traditionalist Response to Lucian's Solution for Improving Corporate America. *Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 541*. (February 13, 2006)
Dosažitelné na: <http://ssrn.com/abstract=883720>

BEBCHUK, Lucian A. – BACHELDER, Joseph E. – CAMPOS, Roel C. – GEORGIU, Byron S. – HEVESI, Alan G. – LERACH, William – MENDELSON, Robert – MONKS, Robert A. G. – MYERSON, Toby – OLSON, John F. – STRINE, Leo E. – WILCOX, John C.: Director Liability. *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 31, No. 3 (2006) s. 1011-1045

³³⁷ BEBCHUK, Lucian A. – FRIED, Jesse M.: Executive Compensation as an Agency Problem. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17, (2003), s. 71-92

³³⁸ Executive pay: Book of revelations. *The Economist* (21. ledna 2006), s. 59

³³⁹ Form 8-K (United States Securities and Exchange Commission). *General Motors Company* (23. července 2009)
Dosažitelné na: <http://www.gm.com/company/investors/sec-filings.html>

Caterpillar Inc. tak byla ve výši přibližně 1.2 % odměny generálního manažera této společnosti.³⁴⁰

Obraťme nyní pozornost k názorům kritickým k působení nezávislých direktorů ve správních radách. Klíčové pro direktory, kteří si přejí být znovuzvoleni, je být na jednotné kandidátní listině, kterou oficiálně předkládá stávající správní rada. Pokud má generální manažer (*CEO*) zásadní vliv na sestavení této jednotné kandidátky, direktori si ho budou snažit předem naklonit a vycházet mu vstříc.³⁴¹

S výše uvedeným lze souhlasit pouze částečně. Jak bylo posáno výše, správní rada skutečně sestavuje kandidátku, která má největší naději na úspěch. Nicméně, je neobvyklé, aby ze stávající správní rady byl vytlačen direktor bez uvedení důvodu, pouze na přání generálního manažera. Pokud by se toto dělo, pak by správní rada, která by toto schválila, nemohla být považována za nezávislou (složenou většinově z nezávislých direktorů). Dále, odměny neexecutivních direktorů jsou pouze zlomkem odměn executivních manažerů – odměna neexecutivního direktora dosahuje přibližně pouze jednoho či dvou procent odměny generálního manažera. A vzhledem k tomu, že ve správních radách zasedají i aktivní generální manažeři jiných významných společností, lze pochybovat, zda by tito aktivní generální manažeři riskovali postavení ve „svých“ společnostech pouze proto, aby neodůvodněně posilovali ve funkci jiného generálního manažera, navíc prostřednictvím odstraňování svých kolegů. Více možností, jak uplatnit svůj vliv, bude mít generální manažer při uvolnění místa direktora přirozenou cestou. Nicméně i pokud by byl vliv generálního manažera na výběr nového nezávislého direktora výrazný, což si u úspěšných manažerů lze představit, stále je jeho výběr omezen okruhem osob, ze kterého se nezávislí direktori vybírají – tj. aktivní i penzionovaní manažeři společností, které svojí velikostí odpovídají velikosti společnosti, která hledá nového direktora, významní akademici a bývalí politici, případně aktivní manažeři investičních a penzijních fondů.

Lepší popsání současného stavu ve správních radách patrně podává Marcel Kahan, který ve svém odborném článku tvrdí, že generální manažeři ztratili svoji moc ve prospěch správní rady a akcionářů během několika posledních let. Jedním důvodem jsou hedgeové fondy, které útočí na společnosti s podprůměrným výkonem a lobují u direktorů ve snaze zvýšit výkon těchto společností. Dalším důvodem je růst vlivných poradenských skupin jako je *RiskMetrics* a *Glass Lewis*, které shrnují korporátní aktivity, včetně odměňovacích plánů a doporučují klientům jak hlasovat se svými akciemi.³⁴²

Mezi roky 1950 a 2005 se podíl nezávislých direktorů zvýšil z přibližně 20 % v roce 1950 na 75 % v roce 2005, což společně s dalšími faktory, jako je ustavení funkce vedoucího nezávislého direktora (*lead director, presiding director*), který předsedá zasedáním správní rady, kterých se neúčastní executivní manažeři – tzv. *executive sessions*, anebo s omezením vlivu generálních manažerů na výběr nových direktorů ve

³⁴⁰ Annual Meeting Proxy Statement. *Caterpillar Inc.* (2. května 2013), s. 44, 55
Dosažitelné na: <http://www.caterpillar.com/investors/financial-information/proxy-statement>

³⁴¹ BEBCHUK, Lucian A. – FRIED, Jesse M.: Executive Compensation as an Agency Problem. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17, (2003), s. 71-92

³⁴² KAHAN, Marcel – ROCK, Edward: Embattled CEOs. *Texas Law Review*, Vol. 88 (2010), s. 987-1051
Executive pay: Attacking the corporate gravy train. *The Economist* (30. května 2009), s. 73

společnostech, vedlo k omezení moci generálních manažerů.³⁴³ Ve Spojeném království je preferováno oddělení funkce předsedy správní rady (*chairman*) od funkce generálního manažera (*chief executive officer*). Je-li předsedou nezávislý direktor, není pak třeba vytvářet funkci vedoucího nezávislého direktora. Naopak hlavním důvodem pro ponechání obou funkcí spojených v rukou jedné fyzické osoby je snaha vyhnout se zbytečným právním komplikacím v kompetencích dvou fyzických osob, působících paralelně na vrcholu korporátní mocenské pyramidy.

Pokud tedy zhruba do poloviny 20. století platilo, že exekutivní manažeři posilovali svoji moc, a to na základě souboru vzájemně se ovlivňujících důvodů jako je rozptýlení akcionářů, přesun rozhodování od akcionářů k manažerům – plné moci bez zavazujících pokynů,³⁴⁴ rozhodování o vlastním odměňování, rozhodování o obsahu *bylaws* (ještě v roce 1910 platilo, že pravomoc přijímat a měnit *bylaws* měli akcionáři a pouze několik států americké federace umožňovalo přesunout tyto pravomoci na správní radu)³⁴⁵ nebo překonání doktríny *ultra vires*,³⁴⁶ pak od poloviny 20. století naopak platí, že moc exekutivních manažerů začala slábnout, a to v důsledku zvýšení počtu i podílu nezávislých direktorů ve správních radách a udělování plných mocí společně se závaznými pokyny.

Kritici fungování amerických správních rad také argumentují, že například ve společnosti *Enron* brali direktori \$ 380 000 ročně, a ani vysoké odměny nezabránili tomu, aby se stalo, co se stalo.³⁴⁷ Nicméně, časy se mění, a jestliže v posledních dvaceti letech přicházeli neexekutivní členové správních rad na jejich zasedání nepřipraveni a chovali se pouze jako příjemci materiálů připravených exekutivními členy (manažery), tak v současné době se naopak správní rady schází bez manažerů na *executive sessions*, kde bez přítomnosti a dohledu manažerů, bez ohledu na ně, diskutují i otázky přímo se manažerů dotýkající.³⁴⁸

Ve Spojených státech amerických pak došlo přijetím zákona *Dodd-Frank Act* k posílení nezávislosti výborů pro odměňování, které nyní mají pod kontrolou výběr a

³⁴³ GORDON, Jeffrey N.: The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices. *Stanford Law Review*, Vol. 59 (2007), s. 1465, 1494-1499

³⁴⁴ BERLE, Adolf A. – MEANS, Gardiner C.: *The Modern Corporation and Private Property*. Harcourt, Brace & World, Inc. (1932), citováno podle vydání (přetisku) vydaného nakladatelstvím Transaction Publishers (2002), s. 82

³⁴⁵ SULLIVAN, John James: *American Corporation: The Legal Rules Governing Corporate Organization and management with Forms and Illustrations*. New York and London: D. Appleton and Company (1910), s. 29-30

³⁴⁶ SULLIVAN, John James: *American Corporation: The Legal Rules Governing Corporate Organization and management with Forms and Illustrations*. New York and London: D. Appleton and Company (1910), s. 68-74

³⁴⁷ BEBCHUK, Lucian A. – FRIED, Jesse M.: Executive Compensation as an Agency Problem. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17, (2003), s. 3

³⁴⁸ The market rate. *The Economist (In the money: A special report on executive pay)* (20. ledna 2007), s. 13-14

HALL, Brian J. – MURPHY, Kevin J.: Stock Options for Undiversified Executives. *Harvard NOM Research Paper No. 00-05; Presented at Tuck-JFE Contemporary Corporate Governance Conference; USC FBE Working Paper No. 01-16*. (November 2001)

Dosažitelné na: <http://ssrn.com/abstract=252805>

odměňování externích poradců, i k posílení postavení akcionářů samotných prostřednictvím možnosti vyslovovat se k odměňování manažerů.

Princip nezávislosti, alespoň některých, neexecutivních direktorů proniká i na evropský kontinent. Například v Belgii se při konfliktu zájmů společností ve skupině (koncernu) mohl již před zhruba deseti lety uplatnit výbor složený z nezávislých direktorů – i když nezávislost v tomto případě může být definována odlišně od definice uvedené výše, podstata řešení je stejná.³⁴⁹ Jiná situace je v České republice, kde nezávislí direktori v podstatě neexistují a direktori (členové dozorčích rad) jsou do svých funkcí protlačeni většinovým (dominantním) akcionářem.

Obchodní zákoník připouští vliv jiných osob na statutární orgán ohledně jeho kompetence k obchodnímu vedení. U společnosti s ručením omezeným nelze vyloučit, aby společníci společnosti udělovali jednatelům společnosti pokyny i ohledně obchodního vedení, když upravuje, že valná hromada si může vyhradit rozhodování věcí, které jinak náleží do působnosti jiných orgánů společnosti (§ 125 odst. 3). Nebo alespoň, když na základě jiných ustanovení obchodního zákoníku bude dovozen zákaz udělování pokynů týkajících se obchodního vedení (§ 194 odst. 4 přes §135 odst. 2), pak není zcela iracionální ani výklad, že valná hromada může obchodní vedení převzít (a jednatelům je zcela odejmout).³⁵⁰ U akciových společnostech podílení se akcionářů na obchodním vedení obchodní zákoník neumožňuje, avšak připouští, aby v záležitostech obchodního vedení zasahovala do schvalovacího procesu dozorčí rada (§ 201 odst. 4).

I nový, platný avšak nikoli účinný, **zákon o obchodních korporacích** ponechává odměňování členů představenstva v rukou akcionářů (§ 59 odst. 2; § 61 odst. 1). Nový zákon taktéž upravuje možnost společníků kapitálové společnosti zasahovat do obchodního vedení (§ 51 odst. 2), což znamená patrně u společnosti s ručením omezeným zúžení práv společníků oproti dosavadní úpravě (podle dikce obchodního zákoníku společníci mohli udělit obchodní pokyn /či převzít obchodní vedení/ sami na základě svého rozhodnutí, podle zákona o obchodních korporacích je o to musí požádat člen statutárního orgánu). U akciových společnostech buď nebudou mít akcionáři nadále možnost zasahovat do obchodního vedení (§ 435 odst. 3) anebo bude i pro ně platit úprava § 51 odst. 2 (není zcela jasné, zda zákonodárce chtěl v § 435 odst. 3 ve větě za středníkem odkázat skutečně na ustanovení § 51 odst. 1 anebo spíše na ustanovení § 51 odst. 2). V tomto ohledu je také nejistá interpretace ustanovení § 51 odst. 2 věty za středníkem, kde je uzákoněna i v případě udělení pokynu valnou hromadou povinnost žádajícího člena jednat s péčí řádného hospodáře, která je nově platně, avšak nikoli ještě účinně, upravena v **novém občanském zákoníku** (§ 159 odst. 1).

Uvedená ustanovení českých právních předpisů tak oslabují postavení správních orgánů, tak i nezávislost jejich jednotlivých členů.

³⁴⁹ ČERNÁ, Stanislava: K rozdílům mezi německou a francouzskou koncepcí skupin společností. *Právní rozhledy*, č. 8 (2004), s. 289-290

³⁵⁰ ŘEHÁČEK, O.: *Představenstvo akciové společnosti a postavení jeho členů*, 1. vyd. (2010), s. 31

4.3 Odměňování manažerů

4.3.1 Ekonomické souvislosti

Úvodní vymezení problematiky

Ve společnostech, kde je **jediný akcionář**, který je zároveň i nejvyšším manažerem, problém s manažerskými odměnami vůbec neexistuje, neboť principál a agent jsou stejná fyzická osoba. Ze stejného důvodu zde neexistuje ani problematika *corporate governance*, protože neexistují dvě oddělené skupiny, tedy vlastníci (akcionáři) na straně jedné a manažeři na straně druhé.

Ve společnostech s **koncentrovaným vlastnictvím**, avšak s více akcionáři, pak problém s odměňováním manažerů již existuje, avšak v omezené míře, neboť rozpor mezi ekonomickými zájmy akcionářů a manažerů se tvoří v omezené míře, neboť v tomto systému *corporate governance* zpravidla platí, že akcionáři jsou zároveň manažery (často jde o příbuzné v rámci jedné rodiny) a jejich odvedená práce se promítá do hodnoty akcií a výše dividend. Situace se příliš neliší ani ve společnostech, kde dominantní akcionář sice není zároveň nejvyšším manažerem, avšak věnuje se soustavnému a detailnímu monitorování nejvyššího manažera a dalších vrcholových manažerů, a jeho souhlas je nutný ke všem důležitým rozhodnutím – pak může dominantní akcionář tyto manažery přímo odměňovat za vykonanou práci a nemusí nastavovat odměny pomocí vazby na výsledky vykonané práce.³⁵¹ To platí i pro společnosti s koncentrovaným vlastnictvím, které jsou dceřinými společnostmi. V těchto dceřiných společnostech jsou vrcholoví manažeři pouze manažery druhého či ještě nižšího řádu, kteří podléhají manažerům mateřské společnosti.

Odměny manažerů ve společnostech s rozptýleným vlastnictvím

Problematika s odměňováním manažerů vzniká naplno až ve společnostech s rozptýleným vlastnictvím. Společnosti s rozptýleným vlastnictvím jsou typickými společnostmi, ve kterých je vlastnictví odděleno od řízení, a kde vzniká problém agentury (*agency problem*). Manažeři za uvedené klasické situace nepocházejí z řad akcionářů, nýbrž jsou pouze najatými manažery bez významnějšího vlastnického podílu ve společnosti. Ve vztahu vlastník--manažer (akcionář--manažer), jakožto ve vztahu principál--agent, vzniká střet zájmů v ekonomickém smyslu, a to z důvodu, že každá ze stran chce co nejvíce získat a co nejméně dát. Zájmem vlastníků je, aby manažeři tvrdě pracovali za co nejméně peněz, zatímco zájmem manažerů naopak je dosáhnout obráceného poměru.³⁵²

Problematika odměňování manažerů ve společnostech s rozptýleným vlastnictvím, souvisí s dvěma základními fakty: (1) manažeři mají velkou volnost rozhodování a (2) možnosti jejich monitorování jsou omezené. Těmito oběma faktory se problematika odměňování manažerů odlišuje například od odměňování zaměstnanců, kteří jsou v subordinárním postavení a jsou snadněji monitorovatelní.

Odměny manažerů lze rozdělit na tři základní části: (1) pevnou část odměny, (2) odměny ze zisku, (3) dlouhodobé podněty a (4) naturální požitky. Pevná část odměny –

³⁵¹ FERRARINI, Guido – MOLONEY, Niamh: Executive Remuneration in the EU: The Context for Reform. *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 21, No. 2 (2005), s. (3)

³⁵² EASTERBROOK, Frank H. – FISCHER, Daniel R.: *The Economic Structure of Corporate Law*. First Harvard University Press Edition (1996), s.

mzda (*salary*) zajišťuje manažerovi pevný fixní příjem a dává mu základní jistotu. Odměny ze zisku (*bonuses*) vycházejí (vypočítávají se) z aktuálního zisku, zpravidla za celý předchozí rok – jde ve své podstatě o krátkodobé podněty. Bonusy vyplácené manažerům jsou jak předem slíbené procentuální podíly na zisku společnosti, tak i zpětně vyplácené mimořádné odměny (klasické tantiémy).

Do pevné části odměn mohou spadat i další peněžní požitky stanovené pevně předem. Tedy předem stanovené příspěvky na penze manažerů placené společností (jakožto zaměstnavatelem) budou spadat do pevné části odměn, stejně jako naturální požitky, které budou manažerovi pevně stanoveny při nástupu do funkce. Stejná logika bude platit i pro odchodné (zlaté padáky). Mezi další požitky pak patří půjčky manažerům a případné odpouštění těchto půjček – i když tato metoda může být dobrým nástrojem pro udržení manažera v pozici, v současnosti se od ní upouští.³⁵³ Mezi kamuflované odměny často v minulosti patřily penzijní plány, požitky poskytované i po odchodu z funkce a konzultační smlouvy uzavírané mezi společností a manažerem po jeho odchodu z funkce.³⁵⁴ Mezi oblíbené naturální požitky (*perks*) patřilo zajištění firemního (korporátního) automobilu i pro soukromé účely, případně zajištění firemního (korporátního) tryskového letadla, anebo placení členství v golfovém klubu.

Vázání mimořádných odměn pouze na aktuální zisk však může vyvolat efekt, že o co vyšší budou současné zisky, o to (někdy i několikanásobně) nižší budou budoucí zisky. K překonání tohoto efektu se zavádějí dlouhodobé podněty. Dlouhodobé podněty (*long-term incentives*) mají za cíl zajistit, aby manažer byl ve své činnosti zaměřen na budoucnost společnosti v dlouhodobém horizontu. Typické druhy odměn, které spadají do dlouhodobých podnětů, vycházejí z tržní ceny akcie, přičemž v základní logice se předpokládá, že trh dokáže nejlépe ohodnotit společnost prostřednictvím ceny jejích akcií. Tržní cena akcií tak vychází nejen z aktuálního stavu společnosti a z jejího aktuálního zisku, ale zobrazuje i dlouhodobou perspektivu společnosti. V této souvislosti se formuluje tzv. akcionářská hodnota (*shareholder value*). Akcionářská hodnota je vyjádřena v zásadě kurzem akcie a dividendami plynoucími z akcie. Tyto dvě veličiny se pak odvíjejí od zisku společnosti – aktuálního i předpokládaných budoucích zisků.

Způsob motivace manažerů prostřednictvím vázání jejich odměn na cenu akcií a vyplacené dividendy není novým instrumentem. Tento způsob motivace byl znám již v dobách prvních velkých akciových společností, u kterých se direktory společnosti mohli stát pouze akcionáři, kteří vlastnili určitý počet akcií. V *East India Company* v roce 1693 musel guvernér a jeho zástupce držet akcie v minimální hodnotě £ 4 000 a řadový direktor akcie v minimální hodnotě £ 1 000.³⁵⁵ Podobně v roce 1694 se guvernérem *Bank of England* mohl stát akcionář, který držel akcie v hodnotě nejméně £ 4 000, zástupce guvernéra musel držet akcie v minimální hodnotě £ 3 000 a řadový direktor v minimální hodnotě £ 2 000.³⁵⁶

³⁵³ BEBCHUK, Lucian A. – FRIED, Jesse M.: Executive Compensation as an Agency Problem. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17, (2003), s. 11-12

³⁵⁴ BEBCHUK, Lucian A. – FRIED, Jesse M.: Executive Compensation as an Agency Problem. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17, (2003), s. 71-92

³⁵⁵ SCOTT, William R.: *The Constitution and Finance of English, Scottish and Irish Joint-stock Companies to 1720*. Vol. III. Cambridge: at the University Press (1911), s. 465

³⁵⁶ SCOTT, William R.: *The Constitution and Finance of English, Scottish and Irish Joint-stock Companies to 1720*. Vol. III. Cambridge: at the University Press (1911), s. 205

Opční a další obdobné programy

Kromě mechanismu, v rámci kterého je požadováno, aby manažer byl zároveň i akcionářem, respektive, v rámci kterého se z manažera udělá akcionář tím, že je povinen vlastnit určitý počet akcií, je možná i metoda, kdy manažer sice není akcionářem *de iure*, avšak je motivován tak, jako by jím byl. Mezi nejznámější metody, jak udělat z manažera zároveň i *de facto* akcionáře (beneficienta), patří opční programy.

Opční programy, známé též jako manažerské opce, se staly populární v první polovině devadesátých let 20. století,³⁵⁷ a to i z daňových důvodů.³⁵⁸ Proces zavádění akciových opcí neúmyslně urychlil v roce 1984 Kongres Spojených států, který prostřednictvím federální regulace, zdanil abnormální odměny (kompenzace) při změnách v korporátní kontrole (excesivní zlaté padáky). Zavedení akciových opcí umožnilo vyhnout se tomuto zvýšenému zdanění.³⁵⁹ Zajímavé v této souvislosti naopak je, že studie zabývající se hlouběji náklady na akciové opce pro zaměstnance se objevily až v nultých letech 21. století.³⁶⁰

Manažerské opce, které manažeři získávají v rámci manažerských opčních programů (právnicky přesněji: manažeři nabývají práva),³⁶¹ jim umožňují koupit od akciové společnosti její vlastní akcie (tedy akcie, které společnost sama emitovala) za předem dohodnutou cenu. Tato kupní cena je zpravidla tržní cenou (nebo se alespoň od ní odvíjí), kterou akcie společnosti dosahovaly na burze ke dni nástupu manažera do funkce (resp. je průměrnou tržní cenou za určité období před nástupem do funkce). Možné jsou však i různé další modifikace včetně určení kupní ceny akcie podle tržní ceny v průběhu funkčního období.

Všeobecně se soudí, že svázání odměn s tržní cenou akcie manažera motivuje i za situace, kdy je zřejmé, že společnost nebude v aktuálním roce nebo v několika následujících letech vytvářet zisk. To je dáno tím, že i u dosud-zisk-nevytvářející společnosti, jejíž perspektiva však roste, roste i cena jejích akcií.

Akciové opce motivují mimo jiné k správnému nastavení velikosti dividend. Jak příliš velká, tak i příliš malá dividendy budou mít negativní dopad na cenu akcie – příliš velká dividendy budou snižovat hodnotu a cenu akcie, protože zkrátka část zisku byla vyplacena a na akcii nyní zbývá menší část zisku, na druhou stranu trvale příliš nízká dividendy odrazuje investory, a to má také negativní dopad na cenu akcie.

³⁵⁷ JENSEN, Michael C. – MURPHY, Kevin J. – WRUCK, Eric G.: Remuneration: Where We've Been, How We Got to Here, What are the Problems, and How to Fix Them. *Harvard NOM Working Paper No. 04-28; ECGI - Finance Working Paper No. 44/2004*. (July 12, 2004), s. 35
Dosažitelné na: <http://ssrn.com/abstract=561305>

³⁵⁸ Executive pay: Too many turkeys. *The Economist* (26. listopadu 2005), s. 71-72

³⁵⁹ COFFEE John C., Jr.: What Cause Enron?: A Capsule Social and Economic History of the 1990's. *Columbia Law and Economics Working Paper No. 214* (2003), s. 8
Dosažitelné na: <http://ssrn.com/abstract=373581>

³⁶⁰ ARMSTRONG, Chris S. – JAGOLINZER, Alan D. – LARCKER, David F.: Timing of Employee Stock Option Exercises and the Cost of Stock Option Grants. *Rock Center for Corporate Governance Working Paper No. 34* (June 1, 2007)
Dosažitelné na: <http://ssrn.com/abstract=905280>

³⁶¹ HOLEŠÍNSKÝ, Petr – ŠURMANOVÁ, Michaela: Opční akciové programy. *Právní rádce*, č. 3 (2007), s. 23-27

Opční programy ve své čisté podobě nezahrnovaly dividendy. Vyplácení dividend tak bylo pro manažery nevýhodné, neboť výplata dividendy se negativně odrazila v hodnotě i ceně akcií. Proto v průběhu času začaly být tyto dividendy započítávány do odměn manažerů prostřednictvím tzv. reinvestovaných dividend – tedy vyplacené dividendy jsou transformovány na další akcie, které má manažer možnost získat navíc v rámci opčních programů. Jinými slovy, manažeři tak nepřicházejí o tu část hodnoty akcií, která je vyplácena akcionářům. Neochota managementu vyplácet dividendy se tak výrazně snižuje, což přispívá k jejich správnému nastavení.

Česká republika

Opce na akcie a opční programy pronikly i do českého korporátního prostředí. Opční programy byly zavedeny i ve velkých, státem ovládaných společnostech – v *Českém Telecomu* a ve společnosti *ČEZ*. Nabýt opce na akcie bylo původně umožněno jak členům představenstev obou společností, tak původně i členům dozorčích rad. Pro členy dozorčí rady společnosti *ČEZ* byl opční program později zrušen, u společnosti *Český Telecom* ztratily opční programy na významu po privatizaci této společnosti, kdy se česká společnost stala dceřinou společností španělské společnosti *Telefónica S.A.*, a manažeři české společnosti se tak staly manažery druhého či nižšího řádu. Společnost *ČEZ* má německý model řízení a v době původního zavedení opčního programu měl německý model i *Český Telecom* (dnes *Telefónica Czech Republic*). Členové představenstev byli zároveň vrcholovými manažery a členy dozorčích rad byli, mimo jednu třetinu volenou zaměstnanci společností, vysocí státní úředníci a další osoby vybrané vládnoucí politickou reprezentací.

Stát se v případě společnosti *ČEZ* a *Českého Telecomu* choval povětšinou jako „rozptýlený“ neaktivní vlastník (*outsider*). V souladu s tím by se dalo považovat za logické motivovat členy dozorčích rad stejně jako členy amerických a britských správních rad a manažery stejně jako vrcholové manažery, nikoli jako manažery nacházející se v mocenské manažerské pyramidě o patro či několik pater níže. Avšak americké a britské společnosti mají ve svých správních radách neexekutivní členy, kteří obvykle zároveň splňují podmínky nezávislosti, tedy především podmínku nezávislosti na většinovém akcionáři. Neexekutivní a zároveň nezávislí členové amerických a britských správních rad vykonávají své funkce v zájmu všech akcionářů a k práci jsou motivováni především prestiží své pozice. Nezávislí členové jsou vybíráni většinou z výkonných manažerů jiných společností, případně z bývalých úspěšných manažerů takovýchto společností, kteří jsou již v penzi. Odměna za neexekutivní členství je v porovnání s tím, na co si mohou nebo mohli přijít tito lidé jako výkonní manažeři ve „svých“ společnostech, pakatel. Nezávislí direktori se neúčastní opčních programů nebo se jich účastní v minimální míře. Nezávislí členové v anglosaském pojetí v dozorčích radách společností *ČEZ* a *Český Telecom* zcela chyběli.

4.3.2 Reformní tendence

Předcházející stav

Jednou z možností regulace velkých akciových společností, je regulace odměn manažerů těchto společností. Manažerské odměny se v některých případech a z určitého pohledu mohou jevit jako nadhodnocené.³⁶²

³⁶² BORKOVEC, Aleš: Odměňování vrcholových manažerů. In: BAŽANTOVÁ, I. – HRABA, Z. (ED.): *Corporate Governance – aktuální problémy teorie a podnikové praxe (sborník)*. Prospektrum, Praha (2006), s. 95-104

Odměny v čase

Skutečností je, že výše manažerských odměn v průběhu času dosáhla mnohdy astronomických výšin. V roce 2000 dosáhl poměr odměn generálních manažerů (CEO) k průměrné mzdě v průmyslu čísla 525, a i když v následujících dvou letech klesal, poté se začal opět zvyšovat.³⁶³ Zajímavé je však srovnání platů manažerů k tržní hodnotě společnosti a k celkovým tržbám. Medián platů tří nejvyšších manažerů z padesáti největších společností vybraných ze *S&P 500* ukazuje, že poměr se od čtyřicátých do začátku osmdesátých let dvacátého století snižoval, poté začal růst, nedosáhl však výše poměru ze čtyřicátých let, a od roku 2001 se zase začal snižovat.³⁶⁴

Inflace

Nicméně, po započítání inflace do odměn manažerů zjistíme, že tyto odměny mezi třicátými léty a osmdesátými léty 20. století nevzrostly. Změna nastala až v devadesátých letech 20. století.³⁶⁵ Výše odměn manažerů vyvolala úvahy o zavedení limitů pro manažerské odměňování, které by měly zabránit excesům. Akademici přišli s širokou škálou námětů, jak zlepšit efektivitu odměňování manažerů – od konkrétních návrhů na zlepšení práce výborů pro odměňování až po doporučení akademickým učitelům učit na ekonomických fakultách nejen o povinnosti manažerů zvyšovat akcionářskou hodnotu, ale i povinnostech manažerů upozornit na nadhodnocené akcie.³⁶⁶

Absolutní výše

Nicméně *Economist* upozorňuje, že absolutní výše odměn o ničem podstatném nevyovídá. James Kilts z *Gillette* sice obdržel odměnu 165 miliónů amerických dolarů, nicméně společnost *Gillette* prodal společnosti *Procter & Gamble* za \$ 53 000 000 000, přičemž sám výrazně přispěl k jejímu zhodnocení. Na druhou stranu bývalý generální manažer společnosti *Walt Disney Corporation* Michael Eisner dostal v období třinácti let odměny ve výši \$ 800 000 000, přičemž akcionáři společnosti by ve stejném období udělali lépe, kdyby místo do společnosti *Walt Disney Corporation* investovali do státních dluhopisů. Problém tedy není v absolutní výši odměn, ale v jejich nedostatečné návaznosti na hospodářské výsledky společnosti.³⁶⁷

³⁶³ Executive pay: Too many turkeys. *The Economist* (26. listopadu 2005), s. 71

³⁶⁴ The stockpot. *The Economist* (*In the money: A special report on executive pay*) (20. ledna 2007), s. 9

³⁶⁵ JENSEN, Michael C. – MURPHY, Kevin J. – WRUCK, Eric G.: Remuneration: Where We've Been, How We Got to Here, What are the Problems, and How to Fix Them. *Harvard NOM Working Paper No. 04-28; ECGI - Finance Working Paper No. 44/2004*. (July 12, 2004), s. 1
Dosažitelné na: <http://ssrn.com/abstract=561305>

³⁶⁶ JENSEN, Michael C. – MURPHY, Kevin J. – WRUCK, Eric G.: Remuneration: Where We've Been, How We Got to Here, What are the Problems, and How to Fix Them. *Harvard NOM Working Paper No. 04-28; ECGI - Finance Working Paper No. 44/2004*. (July 12, 2004), s. 7-14
Dosažitelné na: <http://ssrn.com/abstract=561305>

³⁶⁷ Executive pay: Too many turkeys. *The Economist* (26. listopadu 2005), s. 71-72

Mezinárodní srovnání

Američtí manažeři jsou výrazně lépe placeni než jejich evropští kolegové, což je doložitelné i konkrétními čísly.³⁶⁸ Zvláště markantní je u nejvyšších manažerů – generálních ředitelů, v americké angličtině *chief executive officer*, ve zkratce *CEO*. Američtí generální manažeři jsou lépe odměňováni nejen než jejich evropské protějšky a tedy dosahují i vyšší poměr vůči průměrným platům ve svých státech a ve svých podnicích, ale jejich odměny dosahují vyššího poměru i vůči jejich bezprostředním podřízeným (např. vůči personálním ředitelům).

Poměr jednotlivých složek vzájemně

Existuje tedy nějaké logické vysvětlení pro abnormální výši manažerských platů? Do značné míry ano. Pokud manažeři přistupují na způsob odměňování prostřednictvím opcí, podstupují tím zároveň i riziko, že v případě poklesu ceny akcií nemusejí obdržet prostřednictvím opčních programů vůbec nic. A přitom pevná část jejich odměn, tedy fixní mzda, může být relativně nízká.

Pevná část odměn, mzda (*salary*) je nejméně motivační složkou celkových odměn manažerů. V amerických společnostech, které se snaží manažery co nejvíce motivovat, tvoří v průměru pevná část odměn manažerů pouze malé procento průměrných celkových odměn.³⁶⁹ Největší podíl pohyblivých složek (bonusy a dlouhodobé podněty – *bonuses, long-term incentives*) manažerských odměn mají manažeři ve Spojených státech následování manažery ve Spojeném království.³⁷⁰

V roce 1996 tvořily *equity-based long-term incentives* ve Spojených státech necelých 30%, zatímco v roce 2001 už to bylo 45%, nicméně růst mezi lety 1996 až 2001 byl však mnohem strmější v zemích *Commonwealthu*, v Asii, v Latinské Americe i Evropě, i když celkový podíl zdaleka nedosáhl hodnoty jako ve Spojených státech amerických.³⁷¹ Kritika akciových společností v Evropě ze strany politiků za přehnané odměňování svých manažerů se při bližším srovnání se Spojenými státy ukazuje jako neopodstatněná.³⁷²

Podle současných studií je například ve Spojeném království 78% odměn generálních manažerů (*CEOs*) tvořeno variabilními složkami (opcemi a dlouhodobými podněty).³⁷³ Další studie uvádějí, že v některých letech byly výnosy z opcí, dlouhodobé

³⁶⁸ CHEFFINS, Brian R.: Will Executive Pay Globalise Along American Lines? *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 11, No. 1 (January 2003), s. 9

³⁶⁹ Chief executives' pay: What the boss pockets. [*The Economist – on line*] (12. listopad 2008)
Viz: <http://www.economist.com/node/12586793>

³⁷⁰ Executive pay: Attacking the corporate gravy train. *The Economist* (30. května 2009), s. 72

³⁷¹ The market rate. *The Economist (In the money: A special report on executive pay)*. (20. ledna 2007), s. 14

HALL, Brian J. – MURPHY, Kevin J.: Stock Options for Undiversified Executives. *Harvard NOM Research Paper No. 00-05; Presented at Tuck-JFE Contemporary Corporate Governance Conference; USC FBE Working Paper No. 01-16*. (November 2001)
Dosažitelné na: <http://ssrn.com/abstract=252805>

³⁷² Executive pay in Europe: Pay Attention. *The Economist* (14. června 2008), s. 65-66

³⁷³ FERRARINI, Guido – MOLONEY, Niamh: Executive Remuneration in the EU: The Context for Reform. *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 21, No. 2 (2005), s. (18)

podněty, odložené akcie a odchodné v průměru ještě vyšší (více než 80% celkových odměn), zatímco *cash* mzda (*salary*) generálních ředitelů nečinila ani 20% celkových odměn.³⁷⁴ Pak je logické, že vysoké riziko spojené s opčními odměnami je v praxi vyváženo výší těchto odměn. Rozložení jednotlivých složek odměn ve prospěch *long-term incentives* (a také ve prospěch, v menší míře, bonusů) je výrazné u amerických manažerů. Naopak pevné složky (*salary*) jsou u všech manažerů srovnatelné, ne-li ve prospěch kontinentálních manažerů.³⁷⁵ Platí, že čím bude manažer úspěšnější, tím bude procentuálně vyjádřená část odměn v podobě mzdy menší.

Další rozdíl však spočívá v porovnání pevných složek jejich platů vůči pohyblivým odměnám. Pohyblivé odměny spočívají především v ročních bonusech a odměnách, které mají možnost si manažeři „vzvednout“ prostřednictvím realizování svých opcí a opčních programů. Tady je patrný jasný rozdíl i v tom, že pohyblivá část odměn tvoří u amerických manažerů daleko větší část než u manažerů z evropského kontinentu. Pak tedy musíme na druhou stranu vzít v úvahu, že při srovnání pevných složek platů manažerů na obou stranách Atlantiku není rozdíl již tak propastný, jako při srovnání celkových odměn. A pohyblivé odměny jsou pak u amerických manažerů úzce svázané s výkony jejich akciových společností (včetně vazby na cenu akcií).

Největší podíl pohyblivých složek (bonusy a dlouhodobé podněty – *bonus, long-term incentive*) manažerských odměn mají manažeři ve Spojených státech následování manažery ve Spojeném království.³⁷⁶

Poměr odměn manažerů k odměnám ostatních zaměstnanců

Jakkoli dosahují počty opcí pro generální manažery závratných výšin, tvoří pouze zlomek všech opcí poskytnutých zaměstnancům a neaktivněji opce jako nástroj odměňování využívala tzv. nová ekonomika.³⁷⁷ Vrcholoví manažeři obdrželi pouze přibližně deset procent všech opcí, zbytek směřoval k ostatním zaměstnancům.³⁷⁸

³⁷⁴ JENSEN, Michael C. – MURPHY, Kevin J. – WRUCK, Eric G.: Remuneration: Where We've Been, How We Got to Here, What are the Problems, and How to Fix Them. *Harvard NOM Working Paper No. 04-28; ECGI - Finance Working Paper No. 44/2004*. (July 12, 2004), s. 25
Dosažitelné na: <http://ssrn.com/abstract=561305>

³⁷⁵ Chief executives' pay: What the boss pockets. [*The Economist – on line*] (12. listopad 2008)
Viz: <http://www.economist.com/node/12586793>

³⁷⁶ Executive pay: Attacking the corporate gravy train. *The Economist* (30. května 2009), s. 72

³⁷⁷ The market rate. *The Economist (In the money: A special report on executive pay)* (20. ledna 2007), s. 13

HALL, Brian J. – MURPHY, Kevin J.: Stock Options for Undiversified Executives. *Harvard NOM Research Paper No. 00-05; Presented at Tuck-JFE Contemporary Corporate Governance Conference; USC FBE Working Paper No. 01-16*. (November 2001)
Dosažitelné na: <http://ssrn.com/abstract=252805>

³⁷⁸ The market rate. *The Economist (In the money: A special report on executive pay)*. (20. ledna 2007), s. 14

HALL, Brian J. – MURPHY, Kevin J.: Stock Options for Undiversified Executives. *Harvard NOM Research Paper No. 00-05; Presented at Tuck-JFE Contemporary Corporate Governance Conference; USC FBE Working Paper No. 01-16*. (November 2001)
Dosažitelné na: <http://ssrn.com/abstract=252805>

Windfalls

Avšak tržní cena akcií dané společnosti není závislá pouze na výkonu manažerů dané společnosti. Ovlivňují ji i jiné faktory, které zasahují kapitálový trh jako celek nebo zasahují jeho určité segmenty. Růst ekonomiky, pohyb úrokových sazeb nebo i pouhý investorský sentiment, měnící se třeba i na základě takových nepředvídatelných jevů jako je zemětřesení nebo teroristický útok, jsou faktory, které mají vliv na růst nebo pokles celého kapitálového trhu. Výkyvy na trhu s ropou pak mají vliv na určitá průmyslová odvětví a na akcie společností působící v těchto odvětvích. Převratné technologické objevy a vynálezy pak mohou vést třeba i ke zhroucení určitých odvětví i přes veškerou snahu managementu firem působících v těchto odvětvích – viz například dopad rozmachu digitálních fotoaparátů na přední výrobce fotografických filmů (*Eastman Kodak*). Dopady těchto jevů pak mohou vést k tomu, že někteří manažeři nebudou přes veškerou svoji snahu a pracovitost zaslouženě odměněni prostřednictvím opcí a vlastnictví akcií, a naopak, jiní manažeři odměněni budou navzdory tomu, že se o růst akcií své společnosti zasloužili pramálo nebo vůbec. Omezení těchto *windfalls* (z nebe spadlých benefitů) pak patřilo, a stále patří, mezi diskutovaná témata. Nicméně, nelze nevidět, že pokud se omezí *windfalls* manažerům, spadnou tyto ušetřené *windfalls* do klína akcionářům. Akcionáři tedy získají nejen *windfalls*, které připadají na jejich vlastní akcie, ale podělí se i o *windfalls*, které byly upřeny manažerům. Takový výsledek pak může být viděn naopak zase manažery jako nespravedlivý.

Akcionářské pravomoci

Nicméně i sami akcionáři mají v prostředí, pro které jsou charakteristické správní rady s velkými pravomocemi, možnost *de facto* vetovat odměňování v procesu schvalování nabytí vlastních akcií společností, což je zpravidla nezbytná součást při zavádění a realizaci opčních programů.³⁷⁹ Na druhé straně se objevuje varování před návratem do sedmdesátých let, kdy manažeři byli placeni jako úředníci, a pak měli snahu najít si lepší práci jinde. Nicméně, podotkl *Economist*, je pravděpodobnější, že dříve zamrzne peklo než platy manažerů.³⁸⁰ Avšak po vypuknutí globální finanční krize v roce 2008 tentýž *Economist* připustil, že je možné, aby i platy vrcholových manažerů klesly – ve finanční sféře až o 70%.³⁸¹

Rizika

Navázání odměn manažerů na cenu akcií je také spojeno také s určitými riziky jako, že se manažeři budou snažit manipulovat účetní výkazy ve snaze docílit co nejvyšší ceny akcií na burze. Předejít tomuto bezpochyby silně negativnímu jevu lze prostřednictvím nezávislého auditu, hlášením manažerských obchodů s akciemi nebo nezapojením neexekutivních členů správních rad (nejlépe navíc splňujících kritéria nezávislosti) do opčních programů.

Reformní změny

Velkou změnou bylo přijetí nových kótačních pravidel (*listing rules*) newyorskou burzou (*New York Stock Exchange*) v roce 2003. Generální manažeři už nadále

³⁷⁹ CHEFFINS, Brian R.: Will Executive Pay Globalise Along American Lines? *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 11, No. 1 (January 2003), s. 16

³⁸⁰ Executive pay: Too many turkeys. *The Economist* (26. listopadu 2005), s. 71-72

³⁸¹ Compensation in finance: Playback. *The Economist* (22. listopadu 2008), s. 77-78

nezasedají v nominačních výborech správních rad, neexecutivní členové správních rad jsou mnohem nezávislejší a konzultanti pro odměňování jsou řízeni přímo výborem pro odměňování a nepodléhají manažerům.

Mnoho dalšího v oblasti manažerských odměn si zasluhuje pozornost, jako je zpětné datování opcí, které se rozmohlo v posledních letech ve Spojených státech (a na které jako první upozornily akademické studie), ale i jiné formy odměňování manažerů, jako jsou platby na penzijní připojištění³⁸² nebo naturální požitky, mezi něž patří nyní ve Spojených státech populární využívání tryskových letadel k soukromým účelům.³⁸³ Tato situace byla napravena (částečně) v roce 2006 přijetím předpisů upravujících detailní informování o odměnách.

Návrhy zlepšení procesu odměňování obsahovaly často shodné návrhy, a to (1) maximální informování o odměňování, (2) dobré fungování výborů pro odměňování, zahrnujíc v to i nezávislost jejich členů a poradců a (3) posílení akcionářských práv v procesu odměňování.³⁸⁴ Lucian Bebchuk, jeden z největších zastánců rozšíření akcionářských pravomocí, předložil své názory i širší veřejnosti, když komentoval proces zvyšování transparentnosti v odměňování manažerů během roku 2006 v americké *Securities and Exchange Commission* od jeho počátků³⁸⁵ až k jeho dokončení.³⁸⁶

Snahy o regulaci odměn ve Spojených státech se zintenzívnily na konci roku 2008, v souvislosti s nástupem finanční a ekonomické krize a vítězstvím demokratů v prezidentských a kongresových volbách v témže roce.³⁸⁷ V polovině roku 2009 se však tlak na omezení manažerských odměn poněkud zmírnil. Dne 10. června 2009 ministr financí Spojených států amerických Tim Geithner prohlásil, že federální administrativa nebude prosazovat přísné restriktce na manažerské odměny, jako jsou stropy na odměny, ani se nebude vměšovat do určování detailů struktury manažerských odměn s tím, že by to bylo kontraproduktivní – omezeny tak zůstanou pouze společnosti, které obdržely státní pomoc.³⁸⁸ Objevily se rovněž názory, že ve Spojených státech funguje nastavení platů dobře, což bylo možné pozorovat na poklesu manažerských odměn

³⁸² Executive pensions: Far from retiring. *The Economist* (30. dubna 2005), s.12

³⁸³ Executive pay: Book of revelations. *The Economist* (21. ledna 2006), s. 59

³⁸⁴ FERRARINI, Guido – MOLONEY, Niamh: Executive Remuneration in the EU: The Context for Reform. *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 21, No. 2 (2005), s.

³⁸⁵ BEBCHUK, Lucian A.: How Much Does the Boss Make? [*The Wall Street Journal – on line*] (18. ledna 2006)
Dosažitelné na: <http://online.wsj.com/article/0,,SB113755246723349339.html>

³⁸⁶ BEBCHUK, Lucian A.: Investors Must Have Power, Not Just Figures on Pay. [*The Financial Times – on line*] (27. července 2006)
Viz: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/0d5b258e-1dd5-11db-bf06-0000779e2340.html#axzz2fimqNy5q>

³⁸⁷ Executive pay: A penny for your thoughts. *The Economist* (24. března 2007), s. 14
Regulating executive pay in America: Knotting the purse-strings. *The Economist* (8. srpna 2009), s. 53

³⁸⁸ Executive pay in America: Principles, not pitchforks. *The Economist* (13. června 2009), s. 66

během recese.³⁸⁹ Tímto byla zpochybněna tvrzení, že manažerské odměny mohou pouze stoupat na principu západky (*ratcheting-up of executive salaries*).³⁹⁰

Úvahy

Podnětové (*incentive*) odměny mají malý dopad na transakce se střetem zájmů; to je místo toho namířeno na zvýšení motivace a na překonání agentova sklonu k flákání se. Zájem akcionářů vůči manažerům je vždy stejný. Akciové společnosti musí učinit manažery loajální k akcionářům. *Agency costs* rostou tak, jak zájmy (agenda) manažerů se liší od zájmů akcionářů.³⁹¹ Akcionáři ve společnostech s rozptýleným vlastnictvím jednoznačně preferují růst zisku, zatímco manažeři často preferují růst velikosti společnosti, a také se vyhýbají přijímání rizik, která by však mohla přinést mimořádné zisky akcionářům.³⁹²

Zajímavé jsou v tomto směru úvahy nakolik úplné odtajnění odměn, tak jak se to děje ve Spojených státech, vede k jejich růstu. Možnost zjistit odměny u konkurenčních společností pak může vést tlakům na zvýšení odměn u všech obdobných společností v oboru, u nichž jsou odměny nižší. Snaha dohnat a předejít v odměnách lépe placené manažery u konkurence pak může vést u odměn k období inflační spirály. Možnosti bránit extrémnímu růstu odměn pomocí progresivního zdanění jsou nejisté – společnosti pohybující se v prostředí vysokého zdanění odměňují manažery prostřednictvím naturálních požitků, aby tomuto zdanění unikly.³⁹³

Nepřiměřeně vysoké odměny byly zaznamenávány například tehdy, když (1) ve společnost má příliš velkou správní radu nebo (2) nemá žádného vnějšího akcionáři, který by monitoroval odměňování nebo (3) společnost je chráněna proti převzetí.³⁹⁴

Mezeru mezi akcionáři a manažery naopak uzavírá (1) přijetí maximalizace akcionářského bohatství jako normy obyvatelstvem, (2) transparentní účetnictví, (3) motivující odměňování a (4) nepřátelská převzetí (*hostile takeovers*) a boje o plné moci (*proxy fightings*). Pokud jsou odměny svázány s výkonem, je vysoké odměňování správné. Pokud jsou odměny vypláceny bez vazby na výkon, není odměňování správně nastaveno. Někde však může být růst akcií vyvolán nesprávným zájmem investorů a všeobecným růstem akciových trhů.

Manažeři byli placeni jako byrokraté, tedy za to, kolik lidí řídí, nikoli za výkon.³⁹⁵ Manažeři měli tedy tendenci společnosti zvětšovat, nikoli maximalizovat akcionářskou

³⁸⁹ Executive pay in America: Principles, not pitchforks. *The Economist* (13. června 2009), s. 66

³⁹⁰ BEBCHUK, Lucian A. – FRIED, Jesse M.: Executive Compensation as an Agency Problem. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17, (2003), s. 10

³⁹¹ JENSEN, Michael. C. – MECKLING, William H.: Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. Vol. 3, No. 4 (1976), s. 305-360

³⁹² ROE, Mark J.: Political Preconditions To Separating Ownership from Corporate Control. *Stanford Law Review*, Vol. 53, No. 3 (December 2000), s. 542

³⁹³ CHEFFINS, Brian R.: Will Executive Pay Globalise Along American Lines? *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 11, No. 1 (January 2003), s. 16-17

³⁹⁴ Power pay. *The Economist (In the money: A special report on executive pay)* (20. ledna 2007), s. 12

³⁹⁵ The stockpot. *The Economist (In the money: A special report on executive pay)* (20. ledna 2007), s. 8

hodnotu. Zatímco manažeři veřejných společností obdrželi zhruba \$ 3 za každých \$ 1000 zisku navíc, manažeři i v „buy-out“ společnostech získávali \$ 64 dolarů.³⁹⁶

V chování správních rad však dochází ke změnám a správní rady v současné době začínají být mnohem aktivnější. Argument, že silní generální manažeři manipulují se slabými radami tak, aby extrahovali zvláštní excesivní odměny je v rozporu s tím co se stalo na americkém manažerském trhu v devadesátých letech 20. století. Mnoho manažerů placených nejlépe ze všech dob opustilo dobrovolně své společnosti a přešlo do nových společností, kde jejich vliv byl slabší. A přesto si udrželi dosavadní výši svých platů. To svědčí spíše o fungujícím manažerském trhu než o rigidní hře.³⁹⁷ Společnosti typu *private equity* začaly jako první uplatňovat akciové opce ve velké míře pro vrcholové manažery.³⁹⁸ Velké akciové společnosti se tak dostaly pod tak, kdy i ony musely ve velkém přijímat opční programy, aby neztratily své vrcholové manažery. Mnoho neexecutivních direktorů bylo dříve generálními manažery, a proto si myslí, že i ostatní si zaslouží být dobře placeni.

Nadhodnocené odměny mohou vyvolat i opačný efekt. Odměňovaným jsou připisovány odměny (ve formě růstu akcií) v takové výši, že se dostávají nad jejich představivost a jejich další růst pro ně nemusí být – například v době kdy průměrný roční plat v České republice byl zhruba dvě stě tisíc korun českých, členové dozorčí rady společnosti ČEZ měli připsáno odměny v milionech nebo spíše v deseti milionech korun českých. Navíc, alespoň někteří z nich mohli minimálně podvědomě cítit, že k růstu akcií vůbec nepřispěli, a že si takové odměny ani nezaslouží. Další růst tedy byl pro ně noční můrou, protože toto vyvolávalo nevoli veřejnosti, čímž tedy opce ztrácely svoji motivační roli. Mnozí se proto ani nepokoušeli hájit zasloužení si odměn. Minimálně jeden člen představenstva a vysoký manažer prodal své akcie v období jejich prudkého poklesu – kdoví, zda by takto jednal, kdyby akcie musel sám zaplatit nebo jich měl méně – pak by si jich možná více vážil a počkal by si na lepší ceny.

4.3.3 Dodd-Frank Act

Dne 21. července 2010 podepsal prezident Spojených států amerických zákon, který předtím schválil Kongres Spojených států, ovládaný v té době pevně Demokratickou stranou, která měla většinu v obou komorách, a to Dodd-Frankův zákon o reformě Wall Street a o ochraně spotřebitelů (*Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*), stručně označovaný pouze jako Dodd-Frankův zákon (*Dodd-Frank Act*).^{xv} Podpisem prezidenta se *Dodd-Frank Act* stal platným a účinným.³⁹⁹

³⁹⁶ The stockpot. *The Economist (In the money: A special report on executive pay)* (20. ledna 2007), s. 8

³⁹⁷ The market rate. *The Economist (In the money: A special report on executive pay)* (20. ledna 2007), s. 14

HALL, Brian J. – MURPHY, Kevin J.: Stock Options for Undiversified Executives. *Harvard NOM Research Paper No. 00-05; Presented at Tuck-JFE Contemporary Corporate Governance Conference; USC FBE Working Paper No. 01-16.* (November 2001).

Dosažitelné na: <http://ssrn.com/abstract=252805>

³⁹⁸ Better pay for all. *The Economist (In the money: A special report on executive pay)* (20. ledna 2007), s. 18-19

³⁹⁹ BORKOVEC, Aleš: Nová regulace finančních trhů v USA a změny v corporate governance. In: KOLEKTIV AUTORŮ: *Ekonomie regulace: Lekce z globální finanční krize*, 1. vyd. Praha, Nakladatelství Vladimír Lelek (2010), s. 43-48

Dodd-Frankův zákon zasáhl, mimo jiné, i do oblasti manažerského odměňování ve velkých akciových společnostech. Změny uložené zákonem *Dodd-Frank Act* (sec. 951 – sec. 957) jsou stručně následující.⁴⁰⁰

Zákon ukládá společnosti povinnost zajistit, aby se akcionáři společnosti nejméně jednou za 3 roky nezávazně vyslovili k odměňování manažerů, a to formou zvláštního (nezávazného) usnesení valné hromady. Akcionáři se vysloví v tom smyslu, zda (nezávazně) schvalují počínání společnosti v jejích odměňovacích praktikách tak, jak jim byly, v souladu s právními předpisy (*Code of Federal Regulations*, title 17, section 229.402), předloženy.

Dále uvedená ustanovení ukládají společnosti stejně tak povinnost zajistit, aby akcionáři společnosti nejméně jednou za 6 roků se nezávazně vyslovili k frekvenci 1, 2 nebo 3 roků, v níž se chtějí vyslovovat k odměňování manažerů podle předchozího odstavce, a to, stejně jako v případě samotného vyslovení se k výši a struktuře odměn, formou zvláštního nezávazného usnesení valné hromady.

V případě kombinací společností (tedy zejména v případě fúzí) se ukládá společnosti povinnost zajistit, aby se akcionáři společnosti vyslovili ke zlatým padákům (*golden parachute compensation*), které mohou být poskytnuty jako odměna odcházejícím manažerům, a to opět formou zvláštního nezávazného usnesení valné hromady.

Zákon výslovně stanoví, že výsledky hlasování akcionářů jsou nezávazná, a že nesmějí:

- být konstruována jako pozměňující rozhodnutí správní rady emitenta (společnosti);
- vytvářet nebo implikovat jakoukoli změnu ve fiduciárních povinnostech emitenta nebo správní rady;
- vytvářet nebo implikovat jakoukoli změnu v dodatečných fiduciárních povinnostech emitenta nebo správní rady; anebo
- omezovat nebo limitovat schopnost akcionářů vznést své vlastní návrhy související s manažerským odměňováním.

Smyslem těchto ustanovení je zajistit akcionářům možnost vyjádřit se k manažerskému odměňování v jejich společnosti. Byť je forma jejich vyjádření pro společnost (její správní radu) nezávazná, přesto je určitým vodítkem pro chování společnosti (její správní rady) v oblasti manažerského odměňování.

V ustanovení dalšího paragrafu je uložena povinnost, aby každý člen výboru pro odměňování (*compensation committee*) byl členem správní rady (*board of directors*) a zároveň splňoval podmínku nezávislosti. Zákon stanoví pouze základní podmínky pro zajištění nezávislosti člena výboru pro odměňování, v ostatním odkazuje na pravidla Komise pro cenné papíry a burzy (*Securities and Exchange Commission*) a na sebe-regulační mechanismy. Stejně tak stanoví omezení povinnosti nezávislosti a výjimky z této povinnosti.

⁴⁰⁰ Podrobněji k tomu viz BORKOVEC, Aleš: *Zákonné změny v americkém řízení a správě akciových společností*. *Obchodní právo* č. 2 (2011), s. 18-23

Zákon se zabývá taktéž konzultanty pro odměňování, právními poradci a jinými poradci výboru pro odměňování, u kterých stanovuje zejména předpoklady nezávislosti a jejich vztah k výboru pro odměňování. V samostatném ustanovení zákona je pak Komisi pro cenné papíry a burzy uloženo do dvou let od přijetí zákona předložit Kongresu Spojených států studii (vč. zhodnocení) o využívání služeb konzultantů pro odměňování a dopady tohoto využívání. Základní význam tohoto ustanovení spočívá v zajištění nezávislosti výboru pro odměňování mimo jiné i vůči správní radě v takových oblastech, jako je najímání nezávislých konzultantů a poradců pro odměňování, právní záležitosti či jiné záležitosti, včetně nezávislosti ve stanovování odměn těchto konzultantů a poradců.

V následujícím paragrafu je uložena povinnost emitentovi poskytovat v materiálech určeným akcionářům v souvislosti s řádnou valnou hromadou informace týkající se odměňování manažerů, včetně informací o vztahu mezi odměňováním na jedné straně a výsledky hospodaření společnosti, vývojem hodnot (cen) akcií a výší dividend na straně druhé. Komise pro cenné papíry a burzy k tomuto vydá vyhlášku (*rule*) vymezující podrobnosti poskytovaných informací, včetně možného požadavku na grafické znázornění uveřejňovaných informací. Přímo v zákoně je však stanoveno, že emitent (společnost) uveřejní (1) medián mezd a dalších odměn (v souhrnu za celý rok) všech zaměstnanců kromě generálního manažera (*CEO*), (2) mzdu a další odměny (v souhrnu za celý rok) generálního manažera a (3) poměr těchto dvou částek. Smyslem těchto ustanovení je zvýšit transparentnost manažerských odměn, což samo o sobě není nic nového. Zákon však implikuje důležitost propojení mezi odměnami manažerů a výkonem společnosti, včetně možnosti přehledného grafického vyjádření. Zaměřuje se na odměny generálního manažera, u kterých výslovně vyžaduje jejich srovnání s odměnami ostatních zaměstnanců.

Další paragraf (*section*) zakotvuje povinnost, aby emitent (společnost) uveřejnil svoji odměňovací politiku založenou na vykazovaných finančních (účetních) informacích. Dále je upravena povinnost manažera (současného nebo i bývalého) vrátit část odměn (včetně odměn poskytovaných pomocí akciových opcí), které byly tomuto manažerovi vyplaceny v souvislosti s nesprávně vykázanými účetními standardy, a to za období 3 let, které předcházely dni, ke kterému vznikla společnosti povinnost vyhotovit opravný účetní dokument, a to ve výši, ve které vyplacené odměny přesahují odměny, které měly být správně vyplaceny. Pokud společnost (emitent) nedodrží výše uvedené požadavky, burzy cenných papírů zakáží kótování jakéhokoli cenného papíru emitovaného společností (emitentem). Zákon tak nutí společnosti, aby svoje práva vůči manažerům, kteří obdrželi odměny v rozporu se skutečnými finančními (účetními) výsledky, uplatňovaly. Tedy, aby požadovaly vrácení vyplacených odměn. Pokud by tak nečinily, hrozí jim sankce vyloučení jejich akcií z obchodování na burze – tedy sankce, která by mohla vyvolat velkou nevoli akcionářů a obrátit se tak i proti stávajícím (úřadujícím) manažerům.

Ustanovení následujícího paragrafu ukládají společnosti povinnost v materiálech pro řádnou valnou hromadu informovat akcionáře, v jaké míře je zaměstnancům nebo členům správní rady povoleno nakupovat finanční instrumenty, které vykompenzovávají pokles kurzu účastnických cenných papírů (akcií), které:

1. jsou jim garantovány emitentem (společností) jako jejich odměna nebo
2. jsou jimi drženy, ať už přímo nebo nepřímo.

Řečeno jinými slovy, tyto finanční instrumenty přinášejí zisk při poklesu hodnoty základního aktiva (a naopak přinášejí ztrátu při zvýšení hodnoty základního aktiva). Zvyšování hodnoty základního aktiva tak nemusí být pro jeho zajištěného držitele dostatečně motivující. Vyhláška (*rule*) Komise pro cenné papíry a burzy stanoví výše specifikované povinnosti podrobněji. Toto ustanovení povede patrně ve větší míře k přijímání korporátní politiky proti zajišťování se proti poklesu výnosů z akcií (účastnických cenných papírů), které zaměstnanec nebo člen správní rady může nakoupit v rámci opčních programů (což se týká omezeného počtu zaměstnanců a členů správní rady) nebo které již aktuálně vlastní (což se týká neurčité části všech zaměstnanců). Spekulace zaměstnanců (příp. členů správní rady) na pokles hodnoty akcií vlastní společnosti budou tak v budoucnu o něco transparentnější, což může zaměstnance od těchto spekulací, které mohou být ve svých důsledcích pro akciovou společnost nežádoucí, odradit.

Určitá ustanovení se týkají pouze regulovaných finančních institucí. Upravují uveřejňování motivačních odměňovacích programů (*incentive-based compensation arrangements*). Ustanovení směřují k zákazu odměňovacích programů, které vyvolávají nepřiměřená rizika. Tato nepřiměřená rizika mohou spočívat v excesivním odměňování manažerů, zaměstnanců, členů správní rady nebo dominantního akcionáře anebo mohou vést k finanční ztrátě regulované finanční instituce.

Ustanovení paragrafu 957 (*section 957*) směřují k zákazu hlasování pro určité subjekty ve vymezených věcech. Subjekty jsou vymezeny jako členové burzy (brokeři), kteří nejsou beneficienty (ekonomickými vlastníky) registrovaných (kótovaných) cenných papírů. Tito členové burzy nemohou s těmito cennými papíry hlasovat ve věcech volby členů správní rady (*directors*) a ve věcech týkajících se manažerského odměňování, pokud k tomu nemají pokyn beneficianta (ekonomického vlastníka) cenného papíru. Komise pro cenné papíry a burzy může rozsah tohoto zákazu rozšířit o další podstatné záležitosti. Jakkoli může být hlasování brokerů i bez souhlasu beneficiantů (ekonomických vlastníků) v některých záležitostech žádoucí, Dodd-Frankův zákon naopak považuje za důležité, brokerům některá hlasování bez pokynů beneficiantů (ekonomických vlastníků) – tedy těch subjektů, kteří do cenného papíru vložili své peníze a nesou riziko – zakázat (zákon uvádí i výjimky pro investiční společnosti).

Shrnuto, tyto změny v *corporate governance* se významně dotkly odměňování manažerů, přičemž *Dodd-Frank Act* upravil odměňování zejména v následujících směrech:

- Zakotvil princip „*say on pay*“, tedy právo akcionáře vyjádřit se k odměňování manažerů ve společnosti
- Upevnil nezávislost výboru pro odměňování manažerů
- Vyžaduje detailní rozkrytí a informování o odměnách manažerů
- Ukládá vrácení neoprávněně vyplacených manažerských odměn

Členové správních rad amerických společností nesou nadále za manažerské odměny plnou odpovědnost, kterou z nich nesnímají ani stanoviska valných hromad, která jsou nyní vydávána na základě *Dodd-Frank Act* – tato stanoviska jsou pouze doporučující. Nemělo by tedy docházet ze strany direktorů k alibistickému krytí se za doporučující stanoviska akcionářů. Pokud je akcionářské stanovisko odlišné od stanoviska direktorů, je třeba, aby ho direktori vyvrátili a odůvodnili jeho odmítnutí. Povinnost loajality a povinnost péče tak akcionáři nemohou z direktorů sejmout.

Další ustanovení se týkají volby direktorů a rozdělení funkcí předsedy a generálního manažera.

4.3.4 Princip „say on pay“

Spojené státy

Z výše uvedených čtyř směrů vyvolalo největší diskuse zakotvení práva akcionářů na vyjádření se k manažerským odměnám, tedy principu „say on pay“.

Legisvakanční lhůta příslušných ustanovení *Dodd-Frank Act* týkajících se principu „say on pay“ půl roku, tedy ustanovení o „say on pay“ se stalo účinným 21. ledna 2011. Od tohoto data na valné hromady akcionářů amerických společností dopadly povinnosti s tímto principem spojenými. U menších veřejných akciových společností se ustanovení o „say on pay“ stalo účinnými až v lednu 2013,⁴⁰¹ a to na základě výjimky v zákoně – viz sec. 951, kterým se novelizuje *Securities Exchange Act of 1934* přidáním nového paragrafu (*section*) 14A, konkrétně viz sec. 14A (e).

Ustanovením zásady „vyslov se k odměňování“ byla akciovým společností uložena povinnost zajistit, aby se jejich akcionáři mohli vyslovovat k odměňování manažerů, a to formou zvláštního (nezávazného) usnesení valné hromady. Akcionáři se vysloví v tom smyslu, zda (nezávazně) schvalují počínání společnosti v jejich odměňovacích praktikách. Podobně se akcionáři mohou vyslovovat ke zlatým padákům (*golden parachute compensation*), které mohou být poskytnuty jako odměna odcházejícím manažerům, opět formou zvláštního závazného usnesení valné hromady.

Deklarovaná nezávaznost názoru akcionářů znamená, že ze správní rady nelze sejmout povinnost jednat s ohledem na fiduciární povinnosti (povinnost loajality a povinnost péče). Nezávislost správní rady na pokynech akcionářů, která je klíčovým aspektem anglosaského, zejména pak amerického, *corporate governance*, tak zůstává i nadále zachována.

Zajištění nezávislosti členů správní rady (*directors*) pak vylučuje možnost člena správní rady v amerických korporacích argumentovat tím, že jednal na základě pokynu akcionářů (valné hromady) a tím se exkullovat z neplnění fiduciárních povinností. Pokud je tedy člen americké správní rady přesvědčen, že doporučení akcionářů (valné hromady) ohledně odměňování je nesprávné, neměl by se jím řídit a měl by setrvat na svém, opačném, postoji. Avšak na druhou stranu by člen správní rady měl být schopen svůj postoj vždy racionálně odůvodnit. Pokud i následně názorový rozpor mezi akcionáři a členem správní rady i nadále trvá, je přirozeným řešením nastalé situace rezignace člena správní rady.

Smyslem zakotvení principu „say on pay“ je tak zajistit akcionářům možnost vyjádřit se k manažerskému odměňování v jejich společnosti. Byť je forma jejich vyjádření pro společnost (její správní radu) nezávazná (poradní), přesto je v praxi určitým vodítkem pro chování společnosti (její správní rady) v oblasti manažerského odměňování.

⁴⁰¹ THOMAS, Randall S. – PALMITER, Alan R. – COTTER, James F.: *Dodd-Frank's Say on Pay: Will It Lead to a Greater Role for Shareholders in Corporate Governance?* *Cornell Law Review*, Vol. 97, (July 2012), s. 1218

Nicméně nezávazná hlasování o odměňovacích praktikách v akciových společnostech ve Spojených státech byla možná i v období, které předcházelo Dodd-Frankově zákonu. Tato hlasování akcionářů o manažerských odměnách umožňovaly akciovým společnostem i předchozí právní předpisy. Realizovat hlasování bylo možné, mimo jiné, i na základě akcionářského návrhu podaného v souvislosti s *Rule 14a-8*, což je vyhláška americké *Securities and Exchange Commission* (Komise pro cenné papíry a burzy).⁴⁰²

Spojené království

Britská úprava šla podobnou historickou cestou jako úprava americká. V minulosti, na základě zákona *Companies Act 1862*, bylo upraveno závazné hlasování akcionářů o manažerských odměnách. Postupem času však pravomoc určovat manažerské odměny přešla, podobně jako ve Spojených státech amerických, na správní radu, která tak v současnosti určuje i odměny sama sobě.

Novodobá britská úprava, týkající se akcionářského vyslovování se k manažerským odměnám, předcházela americkou úpravu „say on pay“, když od roku 2002 (nebo roku 2003)⁴⁰³ bylo dáno právo akcionářům v britských veřejných (*public*) akciových společnostech vyslovovat se nezávazně k manažerskému odměňování.⁴⁰⁴ Nyní je právo nezávazného hlasování akcionářů o odměňování členů správních rad (direktorů) upraveno v zákoně *Companies Act 2006*, a to v ustanovení paragrafu (*section*) 439.

Po Spojeném království uzákonily princip „say on pay“ další země, včetně Nizozemí, Austrálie, Švédska a Norska.⁴⁰⁵

Závazné hlasování o manažerských odměnách

Návrh britského *Department for Business, Innovation and Skills* z března 2012 navrhuje jít v akcionářském hlasování o manažerských odměnách ještě dále a uzákonit závazné hlasování akcionářů o budoucím odměňování.⁴⁰⁶ Ministerstvo si od zakotvení povinného hlasování o manažerských odměnách slibuje lepší nastavení parametrů odměňování.⁴⁰⁷

⁴⁰² THOMAS, Randall S. – PALMITER, Alan R. – COTTER, James F.: Dodd-Frank's Say on Pay: Will It Lead to a Greater Role for Shareholders in Corporate Governance? *Cornell Law Review*, Vol. 97, (July 2012), s. 1218

⁴⁰³ THOMAS, Randall S. – PALMITER, Alan R. – COTTER, James F.: Dodd-Frank's Say on Pay: Will It Lead to a Greater Role for Shareholders in Corporate Governance? *Cornell Law Review*, Vol. 97, (July 2012), s. 1217

⁴⁰⁴ GREENE, Edward F.: Binding Shareholder Say-on-Pay Vote in UK. [*The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*] (31. 7. 2012)
Viz na: <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2012/07/31/binding-shareholder-say-on-pay-vote-in-uk/> [on-line 28. 11. 2012]

⁴⁰⁵ LARCKER, David S. – MCCALL, Allan L. – ORMAZABAL, Gaizka – TAYAN, Bryan: Ten Myth of „Say on Pay“. *Rock Centre of Corporate Governance, Closer Look Series No. CGRP-26* (June 28, 2012), s. 1
Dosažitelné na: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2094704 [on-line 2. 12. 2012]

⁴⁰⁶ Executive pay: Shareholder voting rights consultation. *Department for Business, Innovation and Skills*. (březen 2012)
Dosažitelné na: <http://www.bis.gov.uk/assets/biscore/business-law/docs/e/12-639-executive-pay-shareholder-voting-rights-consultation> [on-line 27. 11. 2012]

⁴⁰⁷ Executive pay: Shareholder voting rights consultation. *Department for Business, Innovation and Skills*. (březen 2012), s. 18

Zakotvení závazného akcionářského hlasování o manažerských odměnách však znamená sejmутí části odpovědnosti ze správních rad a naložení této odpovědnosti na akcionáře. Je pak docela možné, že společnosti, tedy přesněji akcionáři svým rozhodnutím na valných hromadách, začnou opětovně vracet rozhodovací pravomoci o odměňování zpět na správní rady. Tím by se opakoval proces, který ve Spojeném království začal probíhat před 150 lety.

Princip „say on pay“ v praxi

Empirické studie ukazují, že v případech, kdy odměňovací schémata v amerických společnostech získala podporu akcionářů, dosahovala tato podpora v průměru 91 % hlasů na valných hromadách v roce 2011 a 92 % v roce 2012. Dále pak empirické studie ukazují, že z 29 společností, ve kterých akcionáři hlasovali v prvním pololetí 2011 proti odměňovacím schématům, ve 25 společnostech byla odměňovací schémata naopak v roce 2012 schválena. Celkový počet společností, ve kterých odměňovací schémata nebyla schválena, naopak vzrostl z čísla 40 za celý rok 2011 na číslo 54 v prvním pololetí 2012.⁴⁰⁸ Celkem bylo předmětem výzkumu o výsledcích akcionářského hlasování o manažerských odměnách až 3000 amerických akciových společností (zařazených do indexu *Russell 3000*).

Podle jiných výzkumů obdrželo více než 70 % procent společností akcionářský souhlas s většinou více než 90 % hlasů. Přes 90 % společností obdrželo souhlas s většinou 70 % a více hlasů. Celkem 37 společností neobdrželo akcionářský souhlas a 30 společností obdrželo souhlas s podporou pouze mezi 50 a 60 % hlasů.⁴⁰⁹

Níže jsou vybrány tři akciové společnosti, které patří mezi nejznámější případy společností, u nichž akcionáři odmítli schválit manažerské odměny.

Citigroup

Asi nejznámějším případem je odmítnutí odměňovacího manažerského plánu akcionáři americké bankovní společnosti *Citigroup* dne 17. dubna 2012 (poměrem 45 % PRO ku 55 % PROTI). Ve dnech následujících po valné hromadě byly podány akcionářské žaloby pro porušení fiduciárních povinností v důsledku nadměrných manažerských odměn.⁴¹⁰ Generální manažer *Citigroup* Vikram Pandit odstoupil, po několikaměsíčním tlaku ze strany akcionářů, dne 16. října 2012.

Aviva

Akcionáři britské pojišťovací společnosti *Aviva* shromáždění na valné hromadě dne 27. dubna 2012 se vyslovili proti odměnám určeným generálnímu manažerovi

Dosažitelné na: <http://www.bis.gov.uk/assets/biscore/business-law/docs/e/12-639-executive-pay-shareholder-voting-rights-consultation> [on-line 27. 11. 2012]

⁴⁰⁸ GREENE, Edward F.: Binding Shareholder Say-on-Pay Vote in UK. [*The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*] (31. 7. 2012)

Viz na: <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2012/07/31/binding-shareholder-say-on-pay-vote-in-uk/> [on-line 28. 11. 2012]

⁴⁰⁹ ASMAR, Thomas – GADD, Sarah: Recent Development in Say-on-Pay in the US and UK, s. 1 Dosažitelné on-line na: www.lw.com [on-line 2. 12. 2012]

⁴¹⁰ STEMPEL, Jonathan – DOBBYN, Tim – ORLOFSKY, Steve: Citigroup CEO and directors sued over executive pay. *Reuters* (20. duben 2012)

Dosažitelné na: <http://www.reuters.com/article/2012/04/20/us-citigroup-pay-lawsuit-idUSBRE83115720120420> [on-line: 7. 9. 2013]

Andrewovi Mossovi.⁴¹¹ Andrew Moss stál v čele společnosti v období, kdy akcie společnosti ztratily 60 % své tržní ceny.⁴¹² Andrew Moss nakonec dne 8. května 2012 rezignoval.

AstraZeneca

V případě farmaceutické společnosti *AstraZeneca* odstoupil generální manažer David Brennan dne 26. dubna 2012 pod tlakem akcionářů několik hodin před konáním valné hromady společnosti.⁴¹³

Zhodnocení zavedení principu „say on pay“

Zavedení principu „say on pay“ v akciových společnostech ve Spojených státech nepřineslo převratné změny ve správě společností. Investoři se teprve pomalu odvažují hlasovat proti stávajícím odměňovacím praktikám v akciových společnostech. Postup je pomalý a chyba je i na straně *Securities and Exchange Commission*, když vydávání prováděcích předpisů k Dodd-Frankově zákonu má zpoždění.⁴¹⁴

V mnoha případech není dopad nových ustanovení o principu „say on pay“ přesně měřitelný. V některých případech odstoupili generální manažeři ještě před hlasováním na valné hromadě. Ve většině případů pak negativní hlasování akcionářů bylo vyvoláno nejen vysokými odměnami, ale taktéž, nebo dokonce zejména, i špatnými hospodářskými výsledky.

Akcionářský zápal pro angažování se v oblasti manažerských odměn nemusí být až tak velký. Profesor Jeffrey Gordon pochybuje, že manažerské odměňování přitáhne pozornost akcionářů a uvádí zkušenosti ze Spojeného království, kde v prvních šesti letech od zavedení principu „say on pay“ bylo zaznamenáno pouze osm hlasování, při nichž se akcionáři vyslovili negativně k manažerským odměnám.⁴¹⁵

Profesor Steven Bainbridge argumentuje, že princip „say on pay“ přesunuje moc od správních rad nikoli k akcionářům, ale k poradenským entitám, které radí a provádějí

⁴¹¹ Shareholder activism and the banks: A new kind of outrage. *The Economist* (5. května 2012), s. 68

⁴¹² KOLLEWE, Julia – TREANOR, Jill: Aviva chief executive steps down after shareholder revolt – with £1.75m payoff. [*The Guardian – on line*] (8. 5. 2012)
Dosažitelné na: <http://www.guardian.co.uk/business/2012/may/08/aviva-chief-executive-steps-down> [on-line 27.11.2012]

⁴¹³ KOLLEWE, Julia: AstraZeneca boss David Brennan quits under pressure from investors. [*The Guardian – on line*] (26. 4. 2012)
Dosažitelné na: <http://www.guardian.co.uk/business/2012/apr/26/astrazeneca-boss-quits-boardroom-coup?intcmp=239> [on-line 27. 11. 2012]

⁴¹⁴ The Boss and Everyone Else. [*The New York Times – on line*] (1. 5. 2012), s. A26
Dosažitelné na: <http://www.nytimes.com/2012/05/02/opinion/the-boss-and-everyone-else.html> [on-line 27. 11. 2012]

⁴¹⁵ THOMAS, Randall S. – PALMITER, Alan R. – COTTER, James F.: Dodd-Frank's Say on Pay: Will It Lead to a Greater Role for Shareholders in Corporate Governance? *Cornell Law Review*, Vol. 97, (July 2012), s. 1230

rating společností z hlediska *corporate governance*.⁴¹⁶ Za tyto entity lze jmenovat *Institutional Shareholder Services (ISS)* a *Glass, Lewis & Co. (Glass Lewis)*.⁴¹⁷

Výše uvedené důvody, společně s kritikou směřující na britskou vládu za zbytečné nadměrné státní (vládní) zasahování do *corporate governance*,⁴¹⁸ pak stojí proti snaze britské vlády zavést závazné rozhodování akcionářů v záležitostech manažerského odměňování, které by svým způsobem vracelo anglosaské *corporate governance* zpět do 19. století.

Pokud tedy budeme posuzovat přínosy a náklady této regulace, tedy regulace manažerských odměn, je třeba oddělit nezávazné akcionářské hlasování o odměňování od závazného.

Primární náklady nezávazného hlasování jsou, dle názoru autora této disertační práce, poměrně malé a spočívají zejména v nákladech na organizování hlasování na valných hromadách.

Naopak přínosy nezávazného hlasování jsou hůře měřitelné a měly by spočívat zejména ve zlepšení *corporate governance* v oblasti manažerských odměn, konkrétně pak ve snížení nákladů na manažerské odměny. Toto snížení je však obtížné dokázat a nelze zcela vyloučit ani možnost, že by se *corporate governance* naopak zhoršilo tím, že by došlo k narušení žádoucí rovnováhy v mechanismu *corporate governance* spočívající ve zmenšení odpovědnosti správních rad za správu společnosti.

Zmenšení odpovědnosti správních rad a přesun pravomocí na akcionáře pak lze jednoznačně konstatovat v případě zakotvení závazného hlasování o manažerských odměnách. Obavy z nezpůsobilosti akcionářů správně definovat politiku manažerského odměňování jsou na místě zejména v systémech *corporate governance* s rozptýlenou akcionářskou strukturou. Rozptýlené vlastnictví by se tak mohlo stát překážkou pro správné nastavení manažerského odměňování a řešením tohoto vzniknuvšího problému, které by se nabízelo, by byl přechod ke koncentrované vlastnické struktuře.

Je tedy možné uzavřít, že závazné akcionářské hlasování o manažerských odměnách ohrožuje systém rozptýleného vlastnictví, který v současné době převládá v amerických a britských akciových společnostech.

4.3.5 Srovnání právních úprav

Srovnání s českým prostředím

V české právní úpravě existují podstatné odlišnosti v porovnání s právní úpravou v anglosaské části světa. Odlišnosti jsou zejména ve dvou směrech: (1) v oprávněném orgánu, který rozhoduje o manažerských odměnách a (2) v míře, v jaké je o odměnách informováno.

⁴¹⁶ THOMAS, Randall S. – PALMITER, Alan R. – COTTER, James F.: Dodd-Frank's Say on Pay: Will It Lead to a Greater Role for Shareholders in Corporate Governance? *Cornell Law Review*, Vol. 97, (July 2012), s. 1231

⁴¹⁷ ASMAR, Thomas – GADD, Sarah: Recent Development in Say-on-Pay in the US and UK, s. 1
Dosažitelné on-line: www.lw.com [on-line 2. 12. 2012]

⁴¹⁸ BRYAN-LOW, Cassell: U.K. Unveils Plan on Executive Pay. [*The Wall Street Journal – on line*] (20. 6. 2012)
Dosažitelné na: <http://online.wsj.com/article/SB10001424052702304765304577478172485959522.html> [on-line 27. 11. 2012]

Jednoznačnost zásady právní nezávislosti amerických správních rad na pokynech akcionářů týkajících se obchodního vedení a, respektive včetně, pokynů týkajících se manažerských odměn, je výrazným rozdílem mezi současnou americkou a britskou úpravou na straně jedné a českou úpravou na straně druhé. Český přístup k rozhodování o manažerských odměnách se liší od anglosaského v tom, že v anglosaském prostředí rozhoduje o manažerských odměnách správní rada (§ 151 (h) *Delaware General Corporation Law*), pak v českém prostředí je to, podle stávajícího obchodního zákoníku, zásadně valná hromada. Současná platná a zároveň účinná česká úprava, která je obsažena v obchodním zákoníku, vyžaduje, aby odměny členům představenstva byly stanovovány valnou hromadou (§ 66 odst. 3). Současné české právo tak jde vlastně starou americkou a britskou cestou. Nicméně současné české právní řešení se v praxi může jevit pro české společnosti jako značně nešikovné, což se projevuje i snahou různými cestami ustanovení o určování odměn valnou hromadou obejít.⁴¹⁹ K vyřazování valné hromady při procesu rozhodování o manažerských odměnách dochází v podstatě dvěma metodami.

Předně je to zákonem povolená možnost, aby stanovy upravily vnitřní model *corporate governance* tak, že představenstvo společnosti bude voleno dozorčí radou a nikoli valnou hromadou (§ 194 odst. 1 věta druhá obch. zák.). Pak v souladu se zákonem (§ 194 odst. 1 věta poslední obch. zák.) rozhoduje o odměnách členů představenstva, kteří jsou většinou zároveň exekutivními vrcholovými manažery, kteří dennodenně řídí chod společnosti, dozorčí rada bez jakékoli součinnosti valné hromady.

Druhou metodou je pak ponechání nejvyššího výkonného manažera mimo představenstvo. Pokud nejvyšší výkonný manažer nebude členem představenstva, jeho odměny stanoví představenstvo. Modifikací této metody pak je uzavírání pracovních smluv podle zákoníku práce, které jsou uzavírány souběžně (paralelně) s funkcí člena představenstva. Člen představenstva je pak odměňován zejména, ne-li výhradně, na základě pracovní smlouvy, která byla uzavřena mezi ním a společností. O výši odměn vyplacených podle pracovní smlouvy pak fakticky rozhoduje představenstvo a/nebo dozorčí rada, opět většinou bez ingerence valné hromady. U tohoto postupu je diskutabilní, zda je zcela v souladu se zákonem, zejména s § 66 odst. 3 obch. zák. Nicméně, souběh funkcí člena představenstva a zaměstnance na základě pracovní smlouvy byl jednoznačně umožněn novelou obchodního zákoníku, zákon č. 351/2011 Sb., a to vložení nového ustanovení do obchodního zákoníku (§ 66d odst. 1), přičemž tato novela nabyla účinnosti od 1. ledna 2012. Tím byla odstraněna dlouhodobá nejistota, která kulminovala rozhodnutím Nejvyššího správního soudu České republiky ze dne 9. prosince 2010, sp. zn. 3 Ads 119/2010.

Druhým významným rozdílem mezi americkou a českou úpravou je, že zatímco veřejné **americké společnosti** musejí informovat jmenovitě o pěti nejlépe placených manažerech (*SEC Regulation S-K Item 402 (a) (3) (i) až (iii)*), u českých společností, respektive u části českých společností, které mají akcie na burze, je informováno pouze o odměnách vyplacených představenstvu jako celku a dozorčí radě jako celku (§ 118 odst. 4 písm. f) a g) zákona o podnikání na kapitálovém trhu). V evropském srovnání vychází nejlépe **Spojené království** jako jurisdikce s největší informační otevřeností ohledně odměn manažerů, včetně *chief executive officer*, jednotlivých vrcholných manažerů a

⁴¹⁹ ŘEHÁČEK, Oldřich: Odměňování členů představenstva akciové společnosti. *Bulletin advokacie*, č. 5 (2007), s. 28-32

jednotlivých neexekutivních direktorů (*The Large and Medium-sized Companies and Groups (Account and Reports) Regulations 2008 No. 410 (Schedule 8, Part 3)*).⁴²⁰

Skrytí manažerských odměn před zraky akcionářů, respektive široké veřejnosti, je tak hlavním důvodem pro uzavírání souběžných pracovních smluv, vedle volené funkce člena představenstva, alespoň podle zkušeností autora této práce. Je taktéž možné, že rovněž transformace vnitřních poměrů v akciových společnostech, na základě kterých je představenstvo voleno dozorčí radou (§ 194 odst. 1 věta druhá obchodního zákoníku), tedy na čistě německý model, bylo často silně motivováno i snahou skrýt manažerské odměny před zraky akcionářů či široké veřejnosti.

Nový **zákon o obchodních korporacích** ustanovení, které by bylo obdobou současného § 66d obch. zák., neobsahuje. Z toho by bylo možné vyvodit, že souběh funkcí je nadále umožněn. Nicméně, není vyloučen ani výklad, že je možné odměňovat buď pouze na základě smlouvy o výkonu funkce anebo na základě pracovní smlouvy – brát odměny na základě dvou smluv pak podle tohoto výkladu nebude možné.

4.3.6 Shrnující úvaha

Autorovi této práce se jeví jako vhodnější americký přístup, když odpovědnost za odměňování manažerů nese správní rada. Americká správní rada rozhoduje o odměnách všech svých členů, včetně neexekutivních. Tak sice členové správní rady rozhodují o odměnách sami sobě, avšak musejí o všech odměnách velmi detailně informovat – včetně penzijních plánů. Totéž platí i pro Spojené království, kde je rozebrání jednotlivých položek odměňování taktéž velmi detailní (viz *The large and Medium-sized Companies and Groups (Account and Reports) Regulations 2008 No. 410*).

A právě komplexní a včasné informace (o způsobech odměňování, o přidělených odměnách, o nastavení potencionálních odměn, o všech druzích poskytovaných odměn) slouží k správnému motivačnímu nastavení manažerských odměn a naopak jsou základní překážkou pro nadhodnocování odměn. Jenom manažer, který podal o svých odměnách dostatečné informace a tyto informace řádně zveřejnil, má zároveň právo argumentovat, že si své odměny zaslouží. Zakotvení povinnosti detailně uveřejňovat platy nejvyšších manažerů u akciových společností s kótovanými akciemi by bylo krokem správným směrem. Alespoň částečně by stejně šlo pouze o „znovuzakotvení“, neboť povinnost rozepisovat odměny podle jednotlivých vrcholových manažerů již uzákoněna v České republice jednou byla – než se však mohla uplatnit, byla zrušena.

Nezbytnou podmínkou existence odměňování manažerů v anglosaském stylu, tedy spojení odměn s akcionářskou hodnotou, je existence „nezávislé“ tržní ceny akcie nezbytností. Významným faktorem se tak stává nutnost kótování (obchodování) akciové společnosti na burze – pak o výši odměn rozhoduje kapitálový trh, přesněji investoři nezávislí na dominantním akcionáři. Vzhledem k tomu, že spousta společností funguje bez uvedení akcií na burzu, je možnost odměňování jejich manažerů pomocí akciových opcí z tohoto důvodu vyloučena. A ze stejného důvodu pak může být vyloučeno získání externího profesionálního manažera vůbec.

Pro profesionální manažery však mluví také to, že globálně vzato jsou lepšími manažery než druhá nebo třetí generace rodinných manažerů.⁴²¹ Zvláště vhodné je to u

⁴²⁰ *The Large and Medium-sized Companies and Groups (Account and Reports) Regulations 2008 No. 410 (Schedule 8, Part 3)*. Statutory Instruments 2008 No. 410.

rodinných firem v druhé a další generaci. Potomci úspěšných vlastníků (a zároveň manažerů) společností už nemusí mít schopnosti svých předků, a často platí, že čím méně tito potomci zasahují do chodu společností, tím lépe pro tyto společnosti. Snaha o získání externího profesionálního manažera tak může být nutně podmíněna uvedením akcií na burzu. *Corporate governance* takto spravovaných společností s pasivními většinovými akcionáři se významnou měrou přibližuje *corporate governance* společností s rozptýleným vlastnictvím a jejich koncentrované vlastnictví se stává víceméně formálním a ve své podstatě jako takové ztrácí smysl.

4.4 Další odvětví práva

4.4.1 Finanční právo

Význam daňových podnětů

Daňové právo svým nastavením, kterým ovlivňuje daňovou zátěž, je významným stimulem, kterým stát může ovlivňovat chování daňových subjektů. Gary Becker dokazuje, že i malé změny v daňové zátěži vedou ke změně chování lidí, zejména v delším období.⁴²² V korporátní oblasti se vliv motivačně nastavených daní projevil v americkém státě Delaware, když na konci 19. století delawarská úprava korporátních daní (v české terminologii daní z příjmů z právnických osob) způsobila, že delawarská jurisdikce začala přitahovat akciové společnosti z celých Spojených států. To vše pak vyústilo do stavu, který trvá dodnes, kdy většina amerických akciových společností je registrována (nikoli však nutně má faktické sídlo) právě ve státě Delaware. Daňová výhodnost odměňování přes možnost nabýt akcie a následně je (bez daně) prodat, byla jedním z důvodů, ne-li důvodem nejdůležitějším, pro zavedení tzv. opčních programů. Tento vývoj je také jedním z důkazů, že stav daňové úpravy, tedy možnost ušetřit na daních, je velkým motivem pro změnu chování daňových subjektů.

Nerovnost mezi dluhovým a akciovým financováním

Obecně platí, že použít cizí zdroje financování je zpravidla výhodnější než do podnikání vložit vlastní zdroje. Vzít si úvěr pak může za daných okolností být pro akciovou společnost výhodnější než platit dividendy za kapitál investovaný do vlastního kapitálu akciové společnosti (*equity*) akcionáři společnosti.

Celou situaci lze demonstrovat na následujícím modelovém příkladu vycházejícího ze standardního právního stavu. Předpokládejme, že jak banka, tak i akcionáři budou požadovat stejný výnos, a to například 5 %. Pokud však společnost vyplatí výnos v podobě úroků, může si jej dát do nákladů, takže na dani z příjmů právnických osob ušetří a zůstanou jí větší zdroje do budoucna. Pokud však výnos vyplatí jako (hrubou) dividendu, musí tuto vyplatit až ze zisku a do nákladů si jej dát nemůže. Akciová společnost jako subjekt tak nejen platí 5 % z investovaného kapitálu (tedy stejně jako v případě dluhového kapitálu), ale zaplatí i vyšší daň z příjmů právnických osob. Závěr z uvedeného je, že pokud je výnos požadovaný akcionáři i bankou stejný, vyplatí se společnosti vzít si při potřebě nového kapitálu úvěr než emitovat nové akcie. V reálném

⁴²¹ ROE, Mark J.: Political Preconditions To Separating Ownership from Corporate Control. *Stanford Law Review*, Vol. 53, No. 3 (December 2000), s. 546

⁴²² BECKER, Gary S.: *Teorie preferencí*. Praha: Grada/Liberální institut (1997), s. 119-121

světě však budou akcionáři požadovat dokonce větší výnos než věřitelé, neboť nesou oproti věřitelům vyšší riziko.

Je pravda, že vlastní kapitál od akcionářů má pro společnost jako celek určité výhody oproti cizímu kapitálu pocházejícímu od věřitelů. Akcionáři jsou v postavení, kdy musí být trpělivější než věřitelé za situace, kdy se akciové společnosti nedaří a v důsledku toho nevyplácí dividendu tak, jak bylo předpokládáno. Existence cizího kapitálu v akciové společnosti za situace, kdy se věci hatí, představuje hrozbu insolvenčního řízení, a tím akciovou společnost více svazuje a vyčerpává. Nicméně tyto výhody v české praxi nejsou brány jako převažující. Misku vah na druhou stranu, ve prospěch vlastního (akciového) kapitálu může však převážit právní úprava, která smaže výše uvedenou výhodu cizích zdrojů (cizího kapitálu) nebo ji alespoň zmenší.

V českém právním řádu byla v minulosti zakotvena možnost uplatnění slevy na dani z příjmů právnických osob zakotvena v zákoně č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů. V rámci slev na dani z příjmů byla dána možnost účtovat do nákladů daného roku polovinu vyplacených dividend v daném roce. Tato sleva na dani byla zavedena zákonem č. 323/1993 Sb. s účinností od 1. ledna 1994 (tedy poprvé pro zdaňovací období roku 1994 a poprvé aplikováno v daňovém přiznání podávaným počátkem roku 1995).

Znění zákona č. 323/1993 Sb. v bodě 117. bylo následující:

„§ 35 se doplňuje odstavcem 3, který zní:

"(3) Poplatníci uvedení v § 17, s výjimkou podílových a investičních fondů, mohou od daně dále odečíst částku odpovídající jedné polovině daně srážené ve zdaňovacím období touto právnickou osobou podle § 36 z dividend nebo z podílů na zisku z účastí na společnostech s ručením omezeným z účastí komanditistů na komanditních společnostech anebo z podílů na zisku a obdobného plnění z členství v družstvech."“

V následujících letech se znění § 35 odst. 3 měnilo, nicméně podstata úpravy zůstala stejná až do zrušení této úpravy s účinností od 1. ledna 2004 zákonem č. 438/2003 Sb., kterým se mění zákon č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů, ve znění pozdějších předpisů, a některé další zákony.

Důvodová zpráva k zákonu č. 438/2003 Sb. k bodu 227 - § 35 zněla (překlepy opraveny):⁴²³

„Navrhuje se zrušení slevy na dani, jejímž základem je polovina daně srážené z dividendových příjmů. Zavedením této slevy v roce 1995 (*patrně nesprávný nebo nepřesně uvedený rok, k tomu viz výše – pozn. autora této práce*) bylo sledováno zmírnění dvojího ekonomického zdanění zisku. V té době činila sazba daně z příjmů právnických osob 41% a srážková daň z dividendových příjmů 25%. Od roku 2000 činí srážková daň pouze 15% a od roku 2004 bude implementována úprava Směrnice společném systému zdanění mateřských a dceřiných společností, jejímž cílem je také vyloučení

⁴²³ Vládní návrh na vydání zákona, kterým se mění zákon č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů, ve znění pozdějších předpisů, a některé další zákony. *Sněmovní tisk* č. 402/0. Parlament České republiky, Poslanecká sněmovna, IV. volební období 2002-2006 (2003), s. 126-127
Dosažitelné na: <http://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?O=4&CT=402&CT1=0>

dvojitý ekonomického zdanění v rámci koncernu, ale používá k tomuto účelu jiné nástroje. Implementace bude znamenat osvobození dividend od srážkové daně v případě, že mateřská společnost drží více jak 25% majetkovou účast. Současně je navrhováno postupné snížení sazby daně z příjmů až na 24% v roce 2006. Další uplatňování režimu dotčené slevy tak ztrácí svoje opodstatnění. Postupné výrazné snížení jak srážkové daně z dividend, tak obecné sazby daně z příjmů právnických osob a skutečnost, že podíly na zisku nevstupují do vyměřovacího základu pro pojistné, vytvořily také situaci, kdy od určité výše /cca Kč 17 000 měsíčně/ je výhodnější, z hlediska celkového daňového zatížení, výplata podílů na zisku než výplata mezd. Navrhované zrušení slevy na dani tak vyloučí i nežádoucí prvky daňové optimalizace.“

Jakkoli tedy bylo deklarováno, že zavedení slevy na dani vyplývající z vyplacených dividend bylo dáno odlišnými motivy, než ovlivnění námi sledovaných cílů, tato právní úprava dopadla i na „zrovnoprávnění“ výnosů z dluhového a akciového kapitálu.

Daňový štít

Možnost účtovat si placené úroky z úvěrů a z půjček do nákladů, tedy o zaplacené úroky snížit zisk, představuje tzv. daňový štít. Další možností, jak zrovnoprávnit výnosy z dluhového a akciového kapitálu, je tento daňový štít zrušit (případně zakázat) nebo omezit tuto možnost účtovat úroky placené z přijatých úvěrů a půjček do nákladů. Ustanovení zákona, které právě tuto možnost omezovalo, bylo upraveno v § 25 odst. 1 písm. w) bod 4. zákona č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů, a pro období od 1. ledna 2008 do 31. prosince 2008 znělo:

„úhrn úvěrů a půjček v průběhu zdaňovacího období nebo období, za něž se podává daňové přiznání, přesahuje šestinásobek výše vlastního kapitálu“,

příčemž od 1. ledna 2009 to měl být podle stejného zákona pouze čtyřnásobek vlastního kapitálu.

Uvedené omezení bylo účinné od 1. ledna 2008 a bylo zakotveno zákonem č. 261/2007 Sb. o stabilizaci veřejných rozpočtů. Důvodová zpráva k tomu uváděla:

„Obecně úroky představují náklad uznatelný pro účely výpočtu základu daně z příjmů právnických osob a výnosy z investovaného vlastního kapitálu (dividendy) nejsou daňově uznatelným nákladem. Toto pravidlo má v sobě vloženu daňovou pobídku financovat investici raději úvěrem než vkladem do kapitálu společnosti. Efektivní daňové zatížení společnosti financované úvěrem je nižší než společnosti financované převážně vlastním kapitálem. V důsledku účelového dluhového financování může být efektivní daňová sazba nulová či dokonce záporná, neboť výnos z investice je zcela eliminován souvisejícími úrokovými náklady, resp. je těmito náklady převýšen. Pokud jsou úroky příjmem zahraničního subjektu, podílejí se úroky vyplacené do zahraničí na erozi celkového základu daně z příjmů právnických osob a často se již nestanou zdanitelným příjmem v domácní ekonomice. Zatímco zdroje k placení úroků do zahraničí jsou vytvářeny na území domácí ekonomiky, neplynou již do ní adekvátní daňové výnosy ze zdrojů vytvářených na jejím území.“

Zákonodárce tedy zdůvodňuje zavedení uvedeného omezení snahou zvýšit výnos z daně z příjmů právnických osob, což je v souladu s výše uvedeným vysvětlením, účinnost uvedeného omezení byla stanovena od 1. ledna 2008.

S účinností od 1. ledna 2009 však bylo uvedené ustanovení zrušeno zákonem č. 2/2009 Sb. a byl v zásadě obnoven předchozí stav, kdy se toto omezení vztahuje na spojené osoby (podle terminologie zákona o daních z příjmů - § 23 odst. 7).

Důvodová zpráva k zákonu č. 2/2009 Sb. uvádí:

„Po radikální změně ustanovení upravujících daňovou odčitatelnost úroků, ke které došlo zákonem o stabilizaci veřejných rozpočtů, zaznamenalo Ministerstvo financí řadu negativních reakcí ze strany odborné veřejnosti. Toto opatření bylo v zákoně o stabilizaci veřejných rozpočtů, v části změny zákona o daních z příjmů provedeno za účelem rozšíření základu daně jako potřebná protiváha při snižování daňových sazeb a dále k řešení daňové distorze vzniklé rozdílným zacházením s příjmy z úvěru a vloženého kapitálu, od které se odvíjí řada daňových optimalizací. Po podrobné analýze a důkladném zvážení všech protiargumentů se navrhuje úpravy, které zajistí lepší rovnováhu mezi bojem proti nežádoucí daňové optimalizaci a vytvářením trvale příznivého a spravedlivého prostředí pro rozvoj podnikání. Za tímto účelem se navrhuje uvolnit pravidla pro daňovou uznatelnost úroků z úvěrů a půjček mezi nespojenými osobami. U úroků z úvěrů a půjček mezi spojenými osobami a ze zdrojů, které ačkoliv jsou deklarované jako cizí, mají charakter vlastního kapitálu, se navrhuje nadále ponechat velmi přísný režim, neboť právě tato skupina cizích zdrojů představuje z hlediska eroze základu daně největší rizika.“

Z vědeckého pohledu je tedy škoda, že se uvedené ustanovení neprojeví v praxi a nemůžeme tak hodnotit jeho dopad i v oblasti správy akciových společností. Můžeme se pouze důvodně domnívat, že pokud by uvedené ustanovení zůstalo účinné, jeho dopad by byl značný. Tomu napovídají v důvodové zprávě zmíněné „negativní reakce ze strany odborné veřejnosti“. V důsledku „zdražení“ dluhového kapitálu by došlo k větší motivaci, činnosti, hledání kapitálu prostřednictvím nabídky akcií, a to i širší veřejnosti a následně v důsledku toho i k dekoncentraci vlastnictví akcií.

Bankovní právo

Nepřímý dopad na *corporate governance* může mít přitvrzení regulace bank v důsledku globální finanční krize.⁴²⁴ Vyšší garance na vklady drobných střadatelů nebo vyšší míra pojištění vkladů v bankách vyvolává na druhé straně potřebu shromáždit vyšší prostředky v garančních nebo pojišťovacích fondech – v České republice je to *Fond pojištění vkladů*, jehož postavení je upraveno v ustanoveních § 41a až 41m zákona č. 21/1992 Sb., o bankách. Získání vyšších peněžních prostředků může být zajištěno v podstatě pouze přes vyšší příspěvky bank do těchto garančních nebo pojišťovacích fondů. Porostou-li díky tomu náklady bank, které jsou z jejich hlediska nesnížitelné, budou se tyto banky snažit hledat cesty ke zvýšení svých výnosů. Výnosy bank lze

⁴²⁴ BORKOVEC, Aleš: Morální hazard: Pohled skeptika. In KOLEKTIV AUTORŮ: *Morální hazard: Vymezení, příčiny a důsledky*. Acta Universitatis Carolinae – Iuridica 3/2009. Univerzita Karlova v Praze – Nakladatelství Karolinum, Praha (2010), s. 43-54

rozdělit do tří skupin: (1) úroky z poskytnutých úvěrů klientům, (2) bankovní poplatky a (3) výnosy z operací prováděných bankou na vlastní účet.

Rozeberme nejprve třetí skupinu, tedy výnosy z vlastních operací. Tato skupina zahrnuje jak velmi rizikové obchody, jako jsou obchody s deriváty, tak i téměř bezrizikové operace, jako jsou repo operace prováděné s centrální bankou nebo nákup státních dluhopisů. V důsledku vyšší regulace bank se těmto omezuje možnost provádět rizikové operace, tedy především operace s různými typy derivátů (CDO, CDS, ...). Vzhledem k tužší regulaci nebude provádění těchto rizikových operací do budoucna možné anebo bude možné jen velmi omezeně. Lepší výhled však v současné době nezajišťují ani bezrizikové operace. Repo operace prováděné na období týdnů nebo měsíců jsou velmi málo výnosné. Repo sazba stanovovaná Českou národní bankou poklesla až na 0.05 % p. a.,⁴²⁵ repo-sazbě-odpovídající sazba federálních fondů stanovovaná americkou centrální bankou (*Federal Reserve System*) se nyní pohybuje v rozmezí 0 až 0.25 % p. a. a hlavní sazba Evropské centrální banky dosahuje výše 0.5 % p. a. Výnosnost vkladů bank uložených u centrálních bank tak je v současné době velmi nízká. Lepší stav není ani u bonitních státních dluhopisů.

Pro zvýšení celkových výnosů pak zbývají možnosti uvedené ve skupinách (1) a (2). Zvyšování bankovních poplatků však má také své hranice, bude tedy patrně nezbytné zvýšit úrokové marže bank. Proto se pak může stát, že akciové společnosti začnou hledat věřitele prostřednictvím emisí dluhopisů přímo u drobných střadatelů a naopak drobní střadatelé budou ochotni za nově nabídnutý vyšší výnos (oproti vkladům v bankách) podstupovat vyšší riziko. Vedle tohoto procesu v získávání dluhového kapitálu se akciové společnosti mohou snažit *a priori* získat kapitál prostřednictvím emisí akcií nabídnutých široké veřejnosti.

Tato hypotéza se nicméně prozatím nepotvrdila, neboť volné prostředky, které mají české domácnosti k dispozici, k investování do akcií nevyužívají.⁴²⁶

4.4.2 Právo hospodářské soutěže

Výše byl analyzován vliv velikosti trhu na rozptýlení vlastnictví akcií. Pokud je trh malý a uzavřený, tlak na rozptýlení vlastnictví akcií není tak velký. To je příklad Austrálie, která sice spadá do anglosaské části světa, nicméně výskyt rozptýleného vlastnictví v této zemi není zdaleka tak hojný jako je tomu ve Spojených státech a ve Spojeném království.⁴²⁷

Zvětšení velikosti relevantního trhu lze však dosáhnout i vytvořením pro-soutěžního prostředí. Efekt zvětšení trhu ve Spojených státech amerických byl na konci 19. století vyvolán nejen technickým pokrokem v oblasti dopravy, ale i schválením pro-soutěžní legislativy ve Spojených státech. *Sherman Antitrust Act* byl schválen v roce 1890 právě za účelem vytvoření soutěžního prostředí ve Spojených státech. Jeho oficiální

⁴²⁵ Měnově politické nástroje. [Česká národní banka – on line]
Viz: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/

⁴²⁶ Češi se vyhýbají akciím, nejvíce peněz mají v bankách. [E15 – on line]
Dosažitelné na: <http://zpravy.e15.cz/byznys/finance-a-bankovnictvi/cesi-se-vyhybaji-akciim-nejvice-penez-maji-v-bankach-1007989> [on-line 30. 8. 2013]

CHEFFINS, Brian R.: Comparative Corporate Governance and the Australian Experience: A Research Agenda. (2001), s. 39-43

Dosažitelné na: <http://ssrn.com/abstract=268935>

název zněl: *An act to protect trade and commerce against unlawful restraints and monopolies*. První věta paragrafu (section) 1 zákona zněla: „ Every contract, combination in the form of trust or otherwise, or conspiracy, in restraint of trade or commerce among the several states, or with foreign nation, is hereby declared to be ilegal.“ Zákon tedy nebyl namířen obecně proti entitám typu *trust*, jak by se mohlo zdát z jeho krátkého názvu, ale výslovně mířil proti obchodu nebo podnikání. Nicméně, původně byl *Sherman Antitrust Act* vykládán tak, že se nevztahuje na spojení (fúze a akvizice) akciových společností. Ke změně tohoto výkladu došlo až v roce 1911 rozhodnutím ve věci *Standard Oil*, kdy byl tento zákon použit *de facto* proti skupině (koncernu) *Standard Oil*, účastníkem řízení *de iure* pak byla holdingová společnost *Standard Oil Company of New Jersey*.⁴²⁸

Tento zákon tedy sice postihoval kartelové dohody, nicméně v prvních přibližně dvaceti letech po jeho schválení nebyl aplikován proti kvazi-monopolům vytvořených na základě majetkového propojování akciových společností do skupin (koncernů) v čele s holdingovou společností.⁴²⁹ Trh na tuto situaci reagoval vlnou fúzí a akvizic akciových společností. Situace, která tím nastala, není sice žádoucí, ale dokresluje, jak může nastavení soutěžního práva mít vliv na rozptýlení vlastnictví.

Naopak neexistence právní úpravy zakazující kartelové dohody a tím podporující hospodářskou soutěž v Německu na přelomu 19. a 20. století měla opačný efekt – došlo k utužení koncentrovaného vlastnictví akcií.⁴³⁰

4.4.3 Insolvenční právo

Badatelé se taktéž zabývali vlivem insolvenčního práva na *corporate governance*, když porovnali dva přístupy k insolvenčnímu řízení, a to ve Spojených státech a ve Spojeném království.⁴³¹

Autoři rozdělují insolvenční režimy do dvou kategorií:

- **Manager-driven systém**

Tato kategorie představuje systém, kdy vrcholový manažer zůstává ve své funkci a insolvenční řízení probíhá za jeho řízení.

V tomto režimu má společnost (jako funkční subjekt) a její podnik (jako *going concern*) šanci dále přežít.

⁴²⁸ BURTON, Theodore E.: *Corporations and the State*. New York and London: D. Appleton and Company (1911), s. 155-227

Standard Oil Co. of New Jersey v. United States - 221 U.S. 1 (1911)

⁴²⁹ CHEFFINS, Brian R.: *Investor Sentiment and Antitrust Law as Determinant of Corporate Ownership Structure: The Great merger Wave of 1897 to 1903*. (Fall 2002), s. 31

Dosažitelné na: <http://ssrn.com/abstract=348480>

⁴³⁰ CHEFFINS, Brian R.: *Investor Sentiment and Antitrust Law as Determinant of Corporate Ownership Structure: The Great merger Wave of 1897 to 1903*. (Fall 2002), s. 38

Dosažitelné na: <http://ssrn.com/abstract=348480>

⁴³¹ ARMOUR, John – CHEFFINS, Brian R. – SKEEL, David A., Jr.: *Corporate ownership structure and the evolution of bankruptcy law in the US and UK*. *ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge, Working Paper No. 226* (2002)

Dosažitelné na: www.cbr.cam.ac.uk/pdf/WP226.pdf

▪ **Manager-displacing systém**

Tato kategorie představuje systém, kdy je vrcholový manažer, případně včetně jemu pořízených manažerů, odstraněn ze své funkce a řízení společnosti převezme jiná osoba.

Tento režim zpravidla vede k zániku společnosti a mnohdy také k roztržštění jejího podniku (zastavení činnosti a rozprodej majetku po částech).

Insolvenční právo ve Spojených státech amerických obsahuje možnost provedení *reorganizace* známé pod označením *Chapter 11*. Reorganizace, známá již i v českém právním řádu po přijetí zákona č. 182/2006 Sb., insolvenční zákon, a to v ustanoveních § 316 až § 364, zajišťuje *manager-driven* režim v insolvenčním řízení. Možnost reorganizace tak dává manažerům společnosti šanci, minimálně teoretickou, aby i po zahájení insolvenčního řízení zachránili jak společnost, tak i svoje místa, a zároveň rehabilitovali svoji pověst. Tím jsou i manažeři vnitřně více nakloněni zahájení insolvenčního řízení, což zase na druhou stranu více chrání zájmy věřitelů. Opačná situace, kdy se manažeři vyhýbají zahájení insolvenčního řízení, ať už třeba mlčením o skutečném stavu společnosti nebo nekonáním svých povinností ohledně zahájení insolvenčního řízení, neprospívá právům věřitelů. V horším případě se manažeři mohou snažit maximálně využít své (k neodvratnému konci se chýlící) funkce a vyčerpat ze společnosti co nejvíc pro sebe – od braní odměn až po tunelování společnosti. Případně mohou opustit potápějící se společnost a ponechat ji svému osudu, což je řešení rovněž méně příznivé pro věřitele.

Ve Spojeném království americkou reorganizaci nahrazuje tzv. *London Approach*. Procedura *London Approach* je neformální proces nahrazující formální insolvenční řízení. Namísto formálního zahájení insolvenčního řízení^{xvi} volí věřitelské banky cestu domluvy s dlužnickou společností. Tím tato procedura nahrazuje insolvenční řízení a bankám umožňuje získat ze svých pohledávek maximum na základě dohody s dlužníkem. Banky volí tento postup z toho důvodu, že formální postup je pro ně méně výhodný – existuje vysoké riziko, že by získaly méně a za delší dobu. Britská tradice v nalézání konsensu přispívá k fungování celého procesu. Zatímco „právo v knihách“ ukazuje na *manager-displacing* kategorii v insolvenčním režimu ve Spojeném království, britská praxe ve skutečnosti je schopna vytvořit a zajistit *manager-driven* kategorii.⁴³² Tento postup je však možný pouze tehdy, když akciová společnost má omezený počet věřitelů.

Jiná situace je u společností s koncentrovaným vlastnictvím. Vzhledem k tomu, že zde je vrcholový manažer stejná osoba jako většinový akcionář, případně vrcholoví manažeři jsou členy rodiny, která společnost vlastní, případně manažer je sice odlišný od vlastníků (akcionářů), nicméně, je těmito akcionáři *de facto* řízen, jeho (jejich) chování za situace, že se věci ve společnosti hatí a nároky věřitelů jsou ohroženy, bude odlišné od manažerů společností s rozptýleným vlastnictvím. Formální provedení insolvenční procedury ve Spojeném království se tak v případě koncentrovaného vlastnictví může jevit jako výhodnější.

⁴³² ARMOUR, John – CHEFFINS, Brian R. – SKEEL, David A., Jr.: Corporate ownership structure and the evolution of bankruptcy law in the US and UK. *ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge, Working Paper No. 226* (2002), s. 54
Dosažitelné na: www.cbr.cam.ac.uk/pdf/WP226.pdf

Za této situace, kdy manažeři společnosti s rozptýleným vlastnictvím budou k bankám vstřícnější než manažeři společností s koncentrovaným vlastnictvím, budou banky ochotnější poskytovat půjčky a úvěry právě společnostem s rozptýleným vlastnictvím. Tento fakt pak bude podněcovat větší výskyt společností s rozptýleným vlastnictvím.

4.4.4 Pracovní právo a právo sociálního zabezpečení

Také pracovní právo, může hrát při rozptýlení vlastnictví svoji roli. Sociální demokracie má tendenci chránit zaměstnance před propuštěním, a proto propouštěcí proces maximálně ztěžuje. Manažeři v akciových společnostech s rozptýlenou vlastnickou strukturou jsou odváznější a ochotnější se pouštět do rizikovějších projektů – tyto ovšem mohou přinést mimořádně vysoký zisk, který vyváží podstoupené riziko. Pokud však bude pracovní právo extrémně nakloněno zaměstnancům, manažeři se do více rizikových projektů vůbec nepustí. Když totiž tyto rizikové projekty neuspějí, nemohou je jednoduše zastavit, nýbrž musí nést nadbytečné náklady s odstupným. Tíha neúspěchu projektů by pak v konečném důsledku dopadla na akcionáře mnohem výrazněji v zemích se sociálně demokratickým prostředím, než v zemích s liberálním pracovním právem. Rozptýlené vlastnictví pak ani nemá možnost v praxi dokázat, že je jako systém výkonnější než koncentrované vlastnictví s rigidními rodinnými společnostmi.⁴³³

Nastavení práv, které má zaměstnanec, zejména pak zaměstnanec v pracovněprávním poměru, tak mají taktéž vliv na *corporate governance* v námi sledovaném směru. Bude-li mít společnost jako zaměstnavatel větší možnost propustit zaměstnance bez dodatečných nákladů, pak bude její management ochoten podstoupit odváznější projekty. Náklady s propuštěním jsou představovány zejména mzdou, kterou musí společnost jako zaměstnavatel zaměstnanci poskytnout v období ode dne, kdy se zaměstnanec stane nadbytečným, a který by se měl logicky většinou shodovat se dnem, ve kterém zaměstnanec dostane výpověď, do ukončení pracovního poměru, a dále pak odstupným, které je zaměstnavatel povinen vyplatit zaměstnanci při ukončení pracovního poměru. V českém zákoníku práce je výpovědní lhůta upravena v § 51 a odstupné v § 67.

Ideální z hlediska podpory existence rozptýleného vlastnictví by bylo, aby společnost (zaměstnavatel) mohla propustit své zaměstnance okamžitě poté, co se stanou nadbytečnými, a to s nulovými náklady (tedy bez odstupného). To, co je žádoucí z hlediska společnosti (zaměstnavatele), nemusí být žádoucí z hlediska zaměstnance. Tak je tomu i v tomto případě. Má-li bezdůvodné okamžité zrušení pracovního poměru být odůvodnitelné z hlediska spravedlnosti a koneckonců v praxi fungovat, což znamená nevyvolávat přílišnou negativní reakci zaměstnanců a jejich odborových organizací, je nutné zajistit propuštěnému zaměstnanci dostatečnou finanční kompenzaci.

Finanční kompenzaci však nutně nemusí poskytovat zaměstnavatel. Místo zaměstnavatele může tuto kompenzaci poskytovat stát. Propuštěný zaměstnanec by tak byl dostatečně hmotně zajištěn pro období nutné k tomu, aby si našel novou práci. Tím by se sice přenesly náklady na kompenzace propuštěných zaměstnanců na daňové poplatníky, nicméně vytvořilo by se tím pružnější prostředí na pracovním trhu.

⁴³³ ROE, Mark J.: Political Preconditions To Separating Ownership from Corporate Control. *Stanford Law Review*, Vol. 53, No. 3 (December 2000), s. 553

4.4.5 Správní právo

Corporate governance (správu akciových společností) mohou, možná překvapivě, ovlivnit i rozhodnutí soudů ve věcech netýkajících se meritorně chodu akciových společností a spadajících do odvětví práva správního. Takovým soudním rozhodnutím je i níže zkoumané rozhodnutí, vynesené v rámci správního soudnictví. S tímto rozhodnutím, pokud bude v budoucnu státem vymáháno, se trh bude nějakým způsobem bude vyrovnávat i v oblasti *corporate governance*, zvláště pak v oblasti *corporate governance ve veřejnosektorové ekonomice*.⁴³⁴

Dne 6. října 2009 vynesl senát Nejvyššího správního soudu České republiky (dále jen „soud“) rozsudek ve věci spisové značky 2 Ans 4/2009. Jde sice o rozsudek, který se dotýká zejména práva na informace, nicméně dopadá i na správu akciových společností.

Výše uvedené rozhodnutí soudu (dále jen „zkoumané rozhodnutí“) se dotýkalo sporu mezi žalobcem s názvem „V havarijní zóně jaderné elektrárny Temelín, občanské sdružení o. s.“ a žalovanou společností ČEZ, a. s. Předmětem celého sporu bylo, zda společnost ČEZ je povinna poskytnout žalobci, jakožto žadateli, požadovanou informaci. Výsledkem rozhodovacího procesu soudu pak bylo vítězství žalobce. Soud rozhodl, že žalovaný je povinen požadovanou informaci poskytnout. Z pohledu tohoto článku jsou důležité úvahy, na jejichž základě soud dospěl k závěru, že společnost ČEZ je veřejnou institucí (nikoli však veřejnoprávní korporací) podle zákona o svobodném přístupu k informacím.^{xvii}

Podle ustanovení § 2 odstavců 1 a 2 zákona o svobodném přístupu k informacím jsou osobami povinnými poskytovat informace podle tohoto zákona (1) státní orgány, (2) územní samosprávné celky a jejich orgány, (3) veřejné instituce a (4) osoby, které Ústavní soud označil jako veřejnoprávní korporace,⁴³⁵ což jsou slovy citovaného zákona

„subjekty, kterým zákon svěřil rozhodování o právech, právem chráněných zájmech nebo povinnostech fyzických nebo právnických osob v oblasti veřejné správy, a to pouze v rozsahu této jejich rozhodovací činnosti.“

Soud logicky a správně vyloučil, že by společnost ČEZ byla státním orgánem anebo územním samosprávným celkem nebo jeho orgánem. Zavrhl také možnost, že by společnost ČEZ byla veřejnoprávní korporací. Podle ustanovení § 2 zákona o svobodném přístupu k informacím zbývalo tedy posoudit už pouze možnost, že by společnost ČEZ mohla být veřejnou institucí. Soud, vycházející dle vlastních slov z nálezu sp. zn. I. ÚS 260/06, si stanovil pět kritérií pro zhodnocení, zda společnost ČEZ je veřejnou institucí podle zákona o svobodném přístupu k informacím.^{xviii} Soud uzavřel, že společnost ČEZ splňuje všechny kritéria.⁴³⁶

Obsazování orgánů instituce a dohled nad ní

Soud dovodil provázanost českého státu se společností ČEZ z (majetkového) podílu, který má Česká republika ve společnosti ČEZ. Akciový podíl státu ve společnosti ČEZ přesahuje dvě třetiny. (Pro úplnost argumentace v tomto článku dodejme, že

⁴³⁴ KOLEKTIV AUTORŮ: *Corporate governance ve veřejném sektoru*. 1. vydání, Praha Prospektrum 2008.

⁴³⁵ Nález Ústavního soudu sp. zn. III. ÚS 686/02 [NALUS – databáze rozhodnutí ÚS – on line], s. 4

⁴³⁶ Pro bližší rozbor předmětného rozhodnutí viz BORKOVEC, Aleš: Rozhodnutí Nejvyššího správního soudu ČR a správa akciových společností. *Obchodní právo (časopis pro obchodně právní praxi)*, ročník 19, č. 3 (2010), s. 27-34

společnost má pouze jednu emisi akcií a že se tedy jedná o akcie kmenové, a že akcionářem je přímo stát, takže podíl na hlasovacích právech je shodný s podílem na zisku společnosti.) Soud ve svém rozsudku konstatuje, že

„majetkový podíl České republiky umožňuje přímé ovládnutí ČEZ, a. s. Z této perspektivy nazíráno má Nejvyšší správní soud za to, že je splněn i další z citovaných znaků veřejné instituce: k vytváření orgánů žalovaného dochází pod dominantním vlivem státu.“

Soud se však již nezabýval tím, jakým konkrétním způsobem jsou vytvářeny orgány společnosti ČEZ. Nicméně navzdory tomu, že soud uvedená zkoumání neprovedl, je možné konstatovat, že pokud by tak učinil, pak by výsledky tohoto zkoumání patrně potvrdily, v tomto konkrétním případě, dominantní vliv státu ve společnosti ČEZ. Avšak *a priori* nelze vyloučit možnost, že by se stát choval třeba pouze jako pasivní investor. Ve společnosti ČEZ je uplatňován tzv. *německý model* pro hierarchii orgánů společnosti. Představenstvo společnosti je tedy voleno dozorčí radou. Členové dozorčí rady jsou ze dvou třetin voleni valnou hromadou, jedna třetina je v souladu se zákonem volena zaměstnanci společnosti.

V souvislosti se způsobem, jak je personálně naplňována dozorčí rada, přesněji tedy její dvě třetiny, by bylo jistě zajímavé, kdyby soud zkoumal, jaká kritéria musí kandidát do dozorčí rady splňovat, zda alespoň někteří kandidáti splňují kritérium nezávislosti, s jakým předstihem jsou jména kandidátů uveřejňována, jakým způsobem je o nich vedena diskuse nebo zda je brán ohled na názor menšinových akcionářů.

Soud dále „nad rámec předchozí argumentace“ uvedl, že „právní řád v některých případech rozdílně nakládá s obchodními společnostmi v závislosti na výši majetkové účasti státu“. K tomu odkazuje na ustanovení § 19 písm. d) zákona č. 424/1991 Sb., o sdružování v politických stranách a v politických hnutích ve znění pozdějších předpisů, podle kterého platí, že politické strany nesmějí přijmout bezúplatná plnění a dary od státních podniků a právnických osob s majetkovou účastí státu nebo státního podniku, jakož i od osob, na jejichž řízení a kontrole se podílí stát; to neplatí, nedosahuje-li majetková účast státu nebo státního podniku 10%. Podle soudu tedy

„Uvedený příklad ukazuje, že pro účely sponzoringu politických stran zákonodárce zvolil řešení, které staví fakticky naroveň státní podniky a obchodní společnosti s majetkovou účastí státu vyšší než 10%, tedy rovněž akciové společnosti. Z toho pro nyní rozhodovaný případ plyne, že pokud byla majetková účast státu v kapitálové struktuře žalovaného v rozhodném roce 2006 více než dvoutřetinová, je z tohoto hlediska jeho postavení v řadě aspektů svojí podstatou daleko bližší postavení státního podniku než ostatních obchodních společností, kde stát majetkovou účast nemá vůbec žádnou nebo toliko zcela zanedbatelnou.“

Jakkoli je předchozí úvaha založena na pravdivém základě, nelze se s jejími závěry bez výhrad ztotožnit. Pokud je určitý subjekt v určitém ohledu omezen jedním zákonem, nelze na základě tohoto omezení vyvozovat, že by měl být automaticky omezován (v našem případě ukládáním povinností) i v dalších ohledech – byl by to extenzivní výklad daného zákona. Pokud bychom chtěli vyjít argumentačně soudu vstříc v jeho snaze odlišit obchodní společnost s majetkovou účastí státu, případně kraje nebo obce, od ostatních obchodních společností a odůvodnit tak odlišné nakládání s těmito obchodními společnostmi, pak jako více relevantní se v této souvislosti jeví ustanovení § 66 odstavců 8 až 13 obchodního zákoníku, které zmenšují odpovědnost členů orgánů

akciové společnosti, kteří v těchto orgánech zasedají za stát, případně za kraje, obce nebo Pozemkový fond České republiky.

Soud dále na podporu svých závěrů odkazuje na rozsudek Nejvyššího správního soudu sp. zn. 8 As 57/2006, v němž se Nejvyšší správní soud zabýval právní otázkou, zda do režimu ustanovení § 2 odst. 1 zákona o svobodném přístupu k informacím spadá i akciová společnost, založená městem, přičemž dospěl k závěru, že tomu tak je, neboť jinak

„by záleželo pouze na vůli obce, zda vlastním úkonem omezí či zcela vyloučí část své činnosti z kontroly veřejnosti, která je navíc garantována ústavním pořádkem České republiky (článek 17 odst. 5 Listiny základních práv a svobod). Samotná skutečnost, že je druhý žalovaný akciovou společností, tedy osobou soukromého práva založenou podle obchodního zákoníku, jej proto nevyklučuje z okruhu povinných osob ve smyslu § 2 odst. 1 zákona o svobodném přístupu k informacím.“

S uvedeným závěrem lze souhlasit. Pokud obec povinnosti na ni uložené převede na akciovou společnost za tím účelem založenou, nemůže tímto určitý druh svých povinností vymanit z veřejného dohledu. Obec tedy nemůže například zrušením odboru Správa majetku jako součásti obecního úřadu (úřadu města) a místo něho založením společnosti *Správní majetková, a. s.* dostat správu majetku mimo veřejnou kontrolu (nebo alespoň částečně mimo veřejnou kontrolu, protože, na druhou stranu, akciové společnosti mají taktéž ze zákona uloženy své informační povinnosti).

Avšak v případě společnosti ČEZ je tomu přesně naopak. Stát (veřejný sektor) ingeruje do oblasti, která ve své podstatě náleží do soukromého sektoru – oblast samotné produkce energií je považována za doménu soukromého sektoru. Zde tedy výše uvedené závěry nemohou platit, protože získal-li by pak stát v jakékoli obchodní společnosti určitý podíl, dejme tomu zmiňovaných 10 % a více, jak je tomu u zákona o sdružování v politických stranách a v politických hnutích, pak by se rázem změnilo postavení této obchodní společnosti. Jinými slovy na společnost by byly uloženy další povinnosti, jejichž plnění by ji mohlo nejen přinášet další náklady, ale i znevýhodňovat v soutěži se subjekty nezatíženými těmito povinnostmi.

Potenciální důsledky zkoumaného rozhodnutí

Primárně může vynesení zkoumaného rozhodnutí vést k plnění informačních povinností společností ČEZ nad rámec, ve kterém se pohybují konkurenční subjekty soukromého charakteru. Je však pravděpodobné, že stakovýmto stavem se trh dlouhodobě nesmíří. V opačném případě by totiž akcionáři společnosti ČEZ, stejně jako ostatní akcionáři ve společnostech s účastí státu 10 % a více, byli dlouhodobě znevýhodňováni před akcionáři ostatních společností. Naprostá ignorace zkoumaného rozhodnutí trhem je tedy nepravděpodobná.

Na nově vzniklou situaci může dojít k následujícím reakcím samočinnými i dalšími mechanismy, které mohou vést v zásadě ke třem možnostem řešení:

- (1) k zvrácení zkoumaného rozhodnutí,
 - (2) k privatizaci státního podílu,
 - (3) ke změně výkonu státních akcionářských práv,
- popřípadě pak ke kombinaci dvou nebo všech tří možností.

Materie zkoumané v této práci se týká pouze druhé a třetí řešení.

Privatizace státního podílu

Privatizace státního podílu ve společnosti ČEZ nemusí nutně znamenat konec státního vlivu na společnost. Energetika (zvláště pak ta jaderná) je všude ve vyspělém světě oborem, který vlády sledují a v případě potřeby regulují. To dokládá i český velvyslanec pro energetickou bezpečnost Václav Bartuška:

„Všude na světě je jaderná energetika pod kontrolou států. Stát má vždy rozhodující slovo v tom, kdo může stavět, kdo může být dodavatelem a podobně. Je naprosto nemyslitelné, aby si nějaká firma myslela, že si zde může sama o svém rozhodnutí postavit jadernou elektrárnu. I kdyby byl ČEZ soukromou firmou bez většinového podílu státu, stejně by si v případě, že by chtěl postavit nové jaderné bloky, nemohl sám vybírat dodavatele a jednat bez konzultací a schválení vládou.“⁴³⁷

Část energetiky, která je přirozeným monopolem – tedy v případě elektřiny rozvodné sítě zajišťující přenos a distribuci, je již nyní státem regulována nebo dokonce vlastněna. Vliv státu na zbývající část energetiky, což je v případě elektřiny její výroba, by měl nadále být vykonáván na základě zákona prostřednictvím státní exekutivy, nikoli přes vlastnictví výrobních prostředků, ať už přímé nebo nepřímé. Koneckonců v případě akutní potřeby vždy zůstává státu jako suverénovi možnost dostat energetiku plně pod kontrolu, což se ovšem týká pouze krajních případů, jako je například přímé ohrožení státu. Za standardního stavu by tak v přímé moci státu měla zůstat pouze základní přenosová síť, což je v případě České republiky splněno stoprocentní účastí (realizované přímo i nepřímo) ve společnosti ČEPS, a. s., avšak ani to nemusí být nutností, jak dokazuje případ přenosové soustavy v Anglii a Walesu, kde tato soustava patří společnosti *National Grid plc*, která je bez státní účasti.

V případě privatizace státního podílu ve společnosti ČEZ je také z hlediska *corporate governance* důležitým faktorem, jak a komu bude prodán státní podíl ve společnosti ČEZ – zda jednomu investorovi, a to pak zda velké energetické společnosti nebo finančnímu investorovi, anebo zda bude podíl rozprodán po částech a zda tak vznikne *rozptýlené vlastnictví*. Proces privatizace by tak měl významný dopad na budoucí *corporate governance* ve společnosti ČEZ.

Změna výkonu akcionářských práv

Může také dojít ke změně *corporate governance* při zachování státního podílu ve společnosti ČEZ. Změna *corporate governance* by měla spočívat zejména v uvolnění pevných vazeb mezi státem a společností ČEZ. Akcionářská práva za stát vykonává *Ministerstvo financí*. Ministerstvo však v minulosti respektovalo vůli vrcholných politiků z politických stran, které sestavily vládu. Uvolnění vazeb by mělo vést zejména k umožnění volby většiny členů dozorčí rady jako nezávislých (anglicky *independent directors*), tedy nezávislých zejména na většinovém akcionáři.

Je však otázkou, zda je na tuto změnu politická reprezentace připravena, zda k tomu je takzvaná politická vůle. Tato politická vůle by měla vycházet z postoje veřejnosti. Nicméně veřejnost nemusí spatřovat smysl v zachování většinového podílu státu ve společnosti bez aktivního zasahování do jejího chodu. A konečně je otázkou, jak by tuto změnu absorbovala justice. Pokud má zkoumané rozhodnutí vyvolat pozitivní

⁴³⁷ MATOCHA, Pavel – LÉKÓ, István: Jaderná energetika: Fischerův zásah. *Euro* č. 45 (9. listopadu 2009), s. 36

změny ve správě akciových společností, musí existovat zpětná vazba vlivu provedených změn na rozhodování soudů – justice by musela změnu výkonu akcionářských práv reflektovat ve svém rozhodování. Pokud by byla i nadále pro rozhodování soudů směrodatná pouze výše akciového podílu státu ve společnosti ČEZ bez ohledu na míru a způsob výkonu akcionářských práv samotných, pak změna ve výkonu akcionářských práv by nemohla mít dopad na nahlížení soudů na daný problém. Jak již bylo rozebráno výše, způsob volby členů dozorčí rady soud v předmětné kauze nezkoumal a neexistuje tedy záruka, že způsob volby členů dozorčí rady bude reflektován v budoucnu.

4.4.6 Trestní právo^{xix}

Trestní právo může sehrát dvojí roli. Jeho správné uplatňování ochraňuje menšinové akcionáře, naopak jeho excesivní uplatňování může naopak manažery odrazovat od činnosti, která je pro akcionáře přínosná. Kauza Ackermann může být příkladem excesivního uplatňování trestního práva.

Kauza Ackermann⁴³⁸

Společnost *Mannesmann AG* byla významná německá společnost, která se tradičně zaměřovala na uhelný a ocelářský průmysl. V devadesátých letech 20. století rozšířila své podnikání o obor telekomunikací. Na podzim 1999 britský *Vodafone Plc* oznamuje úmysl učinit nabídku převzetí na společnost *Mannesmann AG*. Management společnosti *Mannesmann AG* (v širším pojetí, tedy představenstvo a dozorčí rada) se pokouší získat společnost *Vivendi* jako bílého rytíře, avšak neúspěšně. Nabídka převzetí od společnosti *Vodafone* si získává přízeň akcionářů společnosti *Mannesmann*.

Představenstvo (ve spojení s dozorčí radou) společnosti *Mannesmann* vyjednává se společností *Vodafone* a dokáže zvýšit nabídnutou cenu za jednu akcii ze € 235 na € 360 (cena měla být uhrazena částečně v akciích *Vodafone* a částečně v penězích /cash/), což pro společnost *Vodafone* znamenalo uhradit o € 63 mld. více, a zakončit soupeření „přátelskou“ fúzí, která byla podepsána v únoru 2002. Zároveň bylo dohodnuto, že ve *Vodafone* zůstanou pouze telekomunikace, zatímco odvětví „uhlí a ocele“ bude odprodáno.⁴³⁹

Navržení odměny

Za úspěšnou fúzi byla členům představenstvu navržena zvláštní odměna. Podle zápisů ze zasedání (*meeting*) prezidia tuto odměnu inicioval většinový (největší) akcionář společnost *Hutchison Whampoa Limited* (Hong Kong) – za nějž to nejdříve navrhl Canning Fok, *group managing director*, přičemž přesně navrhl, že společnost *Hutchison Whampoa Limited* odměnu zaplatí ze svých prostředků. Předseda představenstva společnosti *Mannesmann* Klaus Esser toto odmítl s tím, že on by přijal

⁴³⁸ Další text je založen zejména na těchto podkladech:

MILHAUPT, Curtis J. – PISTOR, Katharina: *Law and capitalism: what corporate crises reveal about legal system and economic development around the world*. The University of Chicago Press. Chicago, London (2008), s. 69-86

KOLLA, Peter: The mannesmann Trial and the Role of the Courts. *German Law Journal* Vol. 5, No. 7 (2004), s. 829-847

3 StR 470/04, BGH, 25. 12. 2005 – *Urteil* (rozhodnutí) *Bundesgerichtshof* ze dne 25. prosince 2005

⁴³⁹ MILHAUPT, Curtis J. – PISTOR, Katharina: *Law and capitalism: what corporate crises reveal about legal system and economic development around the world*. The University of Chicago Press. Chicago, London (2008), s. 69

pouze odměnu od společnosti *Mannesmann*, tedy společnosti, které slouží. Požadoval také, aby odměnu obdržel celý manažerský tým společnosti *Mannesmann*. Fok kontaktoval generálního manažera společnosti *Vodafone* Christophera Genta, který myšlenku odměn podpořil. Nakonec byla schválena odměna ve výši cca € 30 000 000. O schválení odměn rozhodl stálý výbor dozorčí rady pro záležitosti představenstva (*Aufsichtsratsausschusses für Vorstandsangelegenheiten*), tzv. prezidium (*Präsidium*).

*Členové prezidia:*⁴⁴⁰

- Joachim Alexander Funk
(bývalý předseda představenstva společnosti *Mannesmann AG*)
- Josef Ackermann
(vrcholový manažer společnosti *Deutsche Bank AG*, která byla významným akcionářem společnosti *Mannesmann AG*)
- Klaus Zwickel
(předseda německých národních odborů v ocelovém průmyslu *IG Metall*)
- Jürgen Ladberg
(reprezentant zaměstnanců společnosti *Mannesmann AG*)

Účast na zasedání prezidia při rozhodnutí o odměnách:

Na zasedání, při kterém se rozhodovalo o odměně, byli přítomni Funk a Ackermann, a telefonicky Zwickel (*via conference call*). Ladberg se omluvil pro nemoc. Pro schválení odměny bylo potřeba schválení prostou většinou. Přítomni tedy byli 3 členové z celkových 4, tedy nadpoloviční většina, prezidium bylo usnášeníschopné.

Hlasování:

Ackermann	PRO
Funk	PRO
Zwickel	zdržel se

Schváleno nadpoloviční většinou přítomných členů.

Podle následného memoranda společnosti, Zwickel a Ladberg vzali rozhodnutí na vědomí, avšak nebyli schopni ho podpořit, neboť ho nebyli schopni obhájit před zaměstnanci společnosti.

Obsah rozhodnutí prezidia (únor 2000):

„Prezidium odsouhlasilo, že Dr. Esserovi bude, na základě žádosti významného (*major*) akcionáře, vyplacena oceňující odměna (*appreciation award*) £ 10 000 000. Tato odměna bude vyplacena, když společnost *Vodafone* získá (*acquires*) většinu akcií.“ Další £ 10 000 000 bylo vyhrazeno pro ostatní manažery. Celkem tedy mělo být vyplaceno £ 20 000 000, což v převodu na eura činí cca € 30 000 000.

Trestní proces

Rozhodnutí způsobilo ve Spolkové republice Německo velké veřejné pozdvižení, když bylo reportováno tiskem. Všeobecné vnímání bylo takové, že manažeři společnosti

⁴⁴⁰ MILHAUPT, Curtis J. – PISTOR, Katharina: *Law and capitalism: what corporate crises reveal about legal system and economic development around the world*. The University of Chicago Press. Chicago, London (2008), s. 70

Mannesmann prodali tuto vlajkovou loď německého průmyslu do zahraničních rukou a zároveň se při tom obohatili.

Nakonec státní zastupitelství (prokuratura) v Düsseldorfu podalo obžalobu. Původně se prokuratura rozhodla nepodávat obžalobu, avšak malá právnická firma (*Binz & Sorg*) napadla toto rozhodnutí.

Údajným trestným činem bylo porušení důvěry (*Untreue*) podle § 266 *Strafgesetzbuch* (trestního zákoníku) spočívající ve schválení odměn (Ackermann a Funk) či v neodporování tomuto rozhodnutí (Zwickel a Ladberg) a rovněž přijetí odměn samotnými manažery – byl však obžalován pouze Klaus Esser. Obžaloba postavená na tom, že bitva o převzetí zvýšila akcionářskou hodnotu, ale zmenšila korporátní finance (negativně se projevila v rozvaze společnosti).

Po dlouhém přípravném vyšetřování bylo začátkem roku 2004 zahájeno slyšení u soudu. V červenci pak trestní soud zprostil viny všechny obžalované. Státní zástupce (společně s federálním státním zástupcem) se odvolal (dovolal) k *Bundesgerichtshof* (Spolkový soudní dvůr), což je v hierarchii německých obecných soudů nejvýše postavený soud Spolkové republiky, a to v otázce právního výkladu a nesprávného právního posouzení věci – státní zastupitelství založilo svoji argumentaci na faktu, že bylo vyplaceno cca € 30 000 000 bez přírůstku v majetku společnosti. *Bundesgerichtshof* rozhodnutí soudu první instance zrušil s tím,⁴⁴¹ že nižší soud nesprávně vyložil naplnění skutkové podstaty trestného činu *Untreue* (trestný čin odpovídající přibližně porušení povinností při správě cizího majetku podle českého trestního zákoníku).

Bundesgerichtshof mimo jiné nesouhlasil se zpětným schválením odměn akcionáři společnosti, neboť společnost *Vodafone* sice vždy (v každém období) souhlasila s vyplacením odměn, nicméně v únoru 2000, kdy bylo rozhodnutí schváleno, byl její podíl 9.8 %, v březnu 2001, kdy bylo rozhodnutí vykonáno, tedy provedena výplata odměn, byl její podíl 98.6 % a v roce 2002, kdy proběhl výkup (*buy-out*) zbytkových akcií v důsledku fúze, dosáhl její podíl 100 %. Tedy, když bylo rozhodnutí schvalováno, měli se vyjádřit i ostatní akcionáři, což se nestalo. Tito akcionáři byli poškozeni a následně ze společnosti odešli, zpětně se tedy nemohou vyjádřit.

Požadavky německého práva na odměny managementu (členů představenstva) zahrnují (1) schválení dozorcí radou, (2) odměny musí být odůvodnitelně spojeny s výkonem a (3) nesmí být schváleny zpětně. Bod (3) nebyl v Kauze Ackermann splněn.

Nové projednání vráceného případu

Po zahájení (pokračování) řízení v listopadu 2006 obhájci Josefa Ackermanna podali žádost o zastavení procesu. Soud první instance následně vrácený případ dne 29. listopadu 2006 se souhlasem státního zastupitelství zastavil na základě toho, že již dále není veřejný zájem na trestním stíhání. Stefan Drees, nový soudce v Düsseldorfu, zdůvodnil nedostatek veřejného zájmu tím, že skutek se stal před více než 6 lety, obžalovaní už prošli martýriem (což je samo o sobě trestem) a skutková i právní problematika (otázky) zůstává složitá. Také zdůraznil, že *Bundesgerichtshof* vyjasnil právní problematiku v rámci řízení, jímž zrušil osvobození (jiná situace by byla, kdyby soud zrušil odsouzení). Soud první instance podmínil ukončení tím, že obžalovaní dohromady zaplatí celkovou sumu ve výši € 5 802 500 na veřejně prospěšné (charitativní) účely. Jednotliví obžalovaní zaplatili tyto konkrétní částky na veřejně

⁴⁴¹ 3 StR 470/04, BGH, 25. 12. 2005

prospěšné účely – Josef Ackermann € 3 200 000; Klaus Esser € 1 500 000; Joachim A. Funk € 1 000 000; Klaus Zwickel € 60 000; Jürgen Landberg € 12 500 a Dietmar Droste € 30 000.

Josef Ackermann ani další obžalovaní tedy nakonec odsouzení nebyli, došlo k dohodě schválené soudem,^{xx} že každý obžalovaný zaplatí určitou sumu na charitativní účely, přičemž všichni obžalovaní odmítli, že by zaplacení dohodnutých částek bylo jakýmkoli přiznáním viny.

Poučení

Je třeba zdůraznit, že ani jeden akcionář nežaloval společnost či její správní orgány v souvislosti s vyplacením odměn. Anglosaský tisk s celosvětovým dosahem se poměrně jednoznačně postavil v průběhu procesu na stranu Josefa Ackermanna a dalších obžalovaných, přičemž zdůrazňuje boj tehdejšího vedení společnosti *Mannesmann* s nájezdníkem, který vedl k zvýšení ceny za převzetí – tedy pozitivní jednání pro akcionáře *Mannesmannu*. Z tohoto pohledu pak vyplacené odměny nebyly až tak závratné. Naopak pokud by byl Josef Ackermann uznán vinným a odsouzen, mohlo by to vést k tomu, že by se v budoucnu manažeři a další vrcholoví představitelé společností nemuseli pouštět do boje s korporátními nájezdníky, kteří nabízejí převzetí, nýbrž zvolit pohodlnější cestu bez kladení odporu. Ti, kdo by utrpěli ztráty, by byli akcionáři cílových společností.⁴⁴²

Podobně Peter Kolla konstatoval, že v Německu je situace jiná než v anglosaské části světa. V Německu panuje lidová averze proti vysokým manažerským odměnám, i když manažeři vytvářejí hodnoty.⁴⁴³ Proti trestnímu procesu se vyjádřila i (tehdejší) předsedkyně (*Vorsitzende*) *Christlich Demokratische Union Deutschlands (CDU)* Angela Merkel, když tento proces označila za úder proti usídlování korporací v německé jurisdikci (*Schlag gegen den Wirtschaftsstandort Deutschland*).⁴⁴⁴

Kauza Ackermann tak dokazuje, že trestní právo může být při vymáhání fiduciárních povinností dobrým sluhou, ale zlým pánem. V důsledku této kauzy došlo ve Spolkové republice Německo k přijetí právní úpravy v oblasti nabídek převzetí, týkající se zejména chování správních orgánů cílových společností.⁴⁴⁵

⁴⁴² Germany's Mannesmann affair: The Trial of Josef A. *Economist* (7. ledna 2006), s. 14
Deutsche Bank: A Hard Year Ahead. *Economist* (7. ledna 2006), s. 66-67

⁴⁴³ KOLLA, Peter: The mannesmann Trial and the Role of the Courts. *German Law Journal* Vol. 5, No. 7 (2004), s. 835

⁴⁴⁴ BROST, Marc: Mannesmann-Prozess: 111 Millionen Peanuts (Warum der Mannesmann-Prozess die deutsche Wirtschaft stärkt). *[Zeit Online]* (22. 1. 2004)
Viz: http://www.zeit.de/2004/05/111_Millionen_Peanuts [on-line 1. 9. 2013]

⁴⁴⁵ OSSENDORF, Vít: Chování orgánů cílové společnosti v době probíhající nabídky převzetí podle německého práva. *Obchodní právo*, č. 3 (2004), s. 35-44
OSSENDORF, Vít: Chování orgánů cílové společnosti v době probíhající nabídky převzetí podle německého práva. *Obchodní právo*, č. 4 (2004), s. 39-52

5 Závěr

V rámci hledání kořenů rozptýleného vlastnictví byla rozborem historického vývoje velkých ekonomických entit, včetně vývoje akciových společností, prokázána existence rozptýleného vlastnictví už u projektů spuštěných v polovině 16. století (*Russia Company*). Velké ekonomické entity, existující převážně v právní formě akciových společností, provázelo systematické a dlouhodobé sepětí se státem. Důvody tohoto sepětí měly příčiny, mimo jiné, v (nutné) existenci monopolu a v nárocích na snížení nákladů v oblasti veřejných financí. Systém *corporate governance* s rozptýleným vlastnictvím akcií je výsledkem působení mnoha faktorů. Značný vliv měl historický vývoj v dané zemi, zejména pak vývoj v oblasti akciových společností. Koexistence státu a akciových společností byla dána mnoha faktory, mezi něž patří zájmy suveréna, či státu v současném pojetí, v oblasti finanční nebo vojenské. V důsledku snahy transformovat veřejný dluh do akcií se akciové společnosti vybavené chartou bouřlivě rozvíjely na území dnešního Spojeného království, zatímco třeba na území Habsburské monarchie jejich existence byla omezená. Svoji roli ve vývoji akciových společností sehrál i politický vývoj v dané zemi, převažující náboženství nebo velikost trhu.

Právní úprava ekonomických entit se vyvíjela podobně a současně ve všech vyspělých zemích, jakkoli se úprava jednotlivých ekonomických entit lišila v různých zemích v přiznávání právní subjektivity široké škále jednotlivých ekonomických entit. Hojně docházelo ke kopírování právních úprav v této oblasti, ať šlo o kopírování samovolné anebo přiznaně záměrné. Právní forma akciových společností vznikajících na základě automatické registrace tak byla upravena ve vyspělých jurisdikcích v průběhu druhé poloviny 19. století a byla završena uznáním právní subjektivity a omezeného ručení soudy. Význam pro rozvoj rozptýleného vlastnictví mělo také uznání práva akciových společností vlastnit akcie jiných akciových společností. Umožnění existence holdingových společností vedlo následně ke vzniku skupin společností (koncernů). V rámci akvizic akciových společností jinými akciovými společnostmi pak docházelo k postupnému rozředování účastí v akciových společnostech a k intenzívnímu rozptylování vlastnictví akcií. Stejně tak k rozptylování akcií přispívaly fúze v užším slova smyslu.

Proces rozptylování akcií však neproběhl ve všech částech světa. K razantnímu rozptýlení akcií došlo na konci 19. století a na začátku 20. století ve Spojených státech amerických, avšak v Německu ve stejném období byl zaznamenán obrácený proces, když došlo k postupné koncentraci vlastnictví akcií v rukou státu, tedy v podstatě k procesu znárodnění velkých německých společností. Důvody, které byly ze strany německého státu oficiálně uváděny, zahrnovaly potřebu zamezit využívání monopolního postavení, vojenské důvody a význam železnice pro příjmovou stránku pruského státního rozpočtu. Snaha zabránit zneužívání monopolu existovala ve všech vyspělých zemích. Cesty k podchycení nadměrných zisků však byly v tomto směru diametrálně odlišné. Zatímco ve Spojeném království za tímto účelem bylo podporováno rozptýlené vlastnictví, v Německu bylo za stejným účelem vlastnictví akcií koncentrováno v rukách státu. Zamýšlený efekt byl však v tomto stejný, a to rozptýlit potenciální benefity mezi co největší počet občanů. V případě znárodnění jsou mezi konečné beneficienty zahrnuti všichni občané.

Zkoumání vývoje, který se v jednotlivých státech odehrál i v ústavněprávní rovině, nebylo v této práci provedeno. Rozptýlená akcionářská struktura (rozptýlené „vlastnictví“) však svým způsobem předurčuje akciovou společnost k budování

demokratického systému, zatímco koncentrovaná akcionářská struktura (koncentrované „vlastnictví“) předurčuje akciovou společnost k budování autokratického systému. Lze tedy důvodně usuzovat, že autokratický, nebo dokonce totalitní, stát nebude preferovat akciové společnosti s rozptýleným vlastnictvím, které alespoň do určité míry vyžadují kolektivní rozhodování a dodržování procedur s tímto rozhodováním spojených. Na rozptýlené vlastnictví, politický vývoj, politickou ideologii a ústavněprávní vývoj mělo historicky vliv i náboženství. Protestantké náboženství je méně hierarchické, existuje zde rovnost mezi laiky a církevními osobami, protestantské církve nemají tak pevnou „služební“ hierarchii, jako například římskokatolická církev, a církevní osoby a hodnostáři jsou v nich voleni laiky.

Rozebrána byla také možná úloha, kterou hraje politická ideologie v současné době. Byla zmíněna i nedávná historie jednotlivých zemí, která bezprostředně ovlivnila existenci současných společností. Dlouhá doba, kterou (západní) Německo strávilo v direktivní ekonomice – zhruba sto let, a to od poloviny 19. století do poloviny 20. století, snad pouze s krátkou přestávkou ve dvacátých letech 20. století, zdrcující dopad druhé světové války na Německo, v důsledku níž došlo v podstatě k totální destrukci výrobní základny Německa, to vše mělo vliv i na vývoj v oblasti akciových společností. Období kritického materiálního nedostatku je zároveň obdobím nepříznivým pro rozvoj velkých, z právního hlediska složitých, ekonomických entit. Toto prostředí však zároveň vytvořilo prostor pro vzestup společností typu *Mittelstand*, které byly často budovány zcela od „základního kamene“. Při budování obchodní společnosti od základů může tento fakt mít zásadní vliv na koncentrování vlastnictví, neboť pokud jsou manažeři společností zároveň vlastníci, pak mohou část svých odměn odložit do budoucna. Nově vzrůstající společnost tak nepřichází o část svých zdrojů odplývající z ní v podobě peněžního toku odpovídajícího vypláceným odměnám. Nevyplácené odměny se zcela, to v případě jediného společníka, který je zároveň manažerem, nebo částečně přeměňují do (účetního) zisku, který nejenže posiluje zdroje prostřednictvím růstu vlastního kapitálu, ale zároveň zvyšuje i hodnotu podílu společníka ve společnosti. Společník, který pro společnost pracuje, tak sice aktuálně obdrží nižší odměnu, ale zároveň si oproti tomu zvyšuje hodnotu svého majetku spočívajícího v podílu ve společnosti – pokud by šlo o podíly v podobě akcií lze tuto hodnotu označit jako *shareholder value*.

V případě nulových transakčních nákladů by výše popsaný mechanismus měl fungovat i v případě najímaných manažerů, jak je to popsáno výše v souvislosti s odměňováním manažerů. Nicméně reálný svět zahrnuje i transakční náklady a jejich pokrytí by bylo neúnosně drahé. Obzvláště v případě začínajících společností je riziko jejich zániku příliš velké, jejich vlastníci nejsou poživateli vysokého stupně důvěry, ožebračení najatého manažera je tak mnohem snadnější než je tomu v případě dlouhou dobu existujících velkých společností. Tato rizika spojená se začínajícími malými společnostmi odrazují od rozptýlení vlastnictví. Důležitým faktorem je i relativně krátká doba, kterou Spolková republika Německo strávila v tržní ekonomice. Generace „otců zakladatelů“ společností *Mittelstand* stále žije, ke „svým“ společnostem má citový vztah a nehodlá je prodat ani zájemcům, kteří z ekonomického pohledu nabízejí výhodnou cenu. Zkrátka, subjektivní hodnota jejich společností zahrnující i duševní přínos, který jejich koncentrovaní společníci inkasují z koncentrovaného vlastnictví, převyšuje cenu, za kterou by je mohli na trhu společností prodat.

V rámci zkoumání právních předpokladů, bylo zkoumáno, zda na rozptýlení vlastnictví může mít vliv systém práva. Byly popsány badatelské výsledky srovnávající systém *common law* se systémem *civil law*, přičemž byly předloženy závěry o rozdílnosti

obou systémů. Autor této disertační práce však má pochybnosti o tom, do jaké míry hraje odlišnost obou systémů roli v odvětví korporátního práva. Ekonomická logika je všude stejná a jednotlivé jurisdikce se vzájemně inspirovaly a inspirují. V rámci vyspělého světa je právní úprava, která se osvědčila v jedné jurisdikce, přenášena do dalších jurisdikcí. Tato rychlost přenosu je poměrně vysoká a existence Evropské unie tutu rychlost pro své členské země ještě dále zvyšuje. Avšak jiným aspektem je rychlost absorbování změn soudy. A tady soudy mohou představovat úzké hrdlo. Pomalý a možná i nekvalifikovaný přenos není způsoben ani tak odlišným systémem práva, ale kvalitou personálního obsazení soudů a dalších relevantních státních orgánů. Lze však konstatovat, že i tento aspekt se v posledních letech v České republice zlepšuje. Na místa soudců stále více přicházejí právníci, kteří jsou teoreticky zdatní, mají praktické zkušenosti a jejich znalosti zahrnují i právo významných zahraničních jurisdikcí.

Postupně po jednotlivých právních odvětvích byla provedena analýza a komparace mezi jednotlivými zeměmi. Jakkoli byla správně konstatována konvergence v oblasti korporátního práva, přesto i zde přetrvávají odlišnosti, na které je třeba zaměřit do budoucna pozornost. Zejména se jedná o tyto podoblasti – vymáhání povinnosti loajality, existenci nezávislých direktorů a odměňování manažerů. Všechny tři podoblasti spolu vzájemně souvisejí. Autor této práce vyslovuje názor, že mechanismus schvalování odměn není v České republice nastaven správně a navrhuje změnu, aby správní rada (v dualistickém dvojstupňovém modelu pak dozorčí rada) byla oprávněna nastavovat a schvalovat si odměny i sama sobě (svým členům). Současný model nastavování odměn naráží na nešikovnost celého mechanismu a tím se ve svém důsledku náklady na odměňování manažerů zbytečně navyšují. Novelizace právní úpravy by však měla pouze fakultativně připustit možnost, aby správní rada schvalovala odměňování namísto valné hromady. Tato možnost by se mohla týkat pouze akciových společností s akciemi obchodovanými na regulovaném trhu (burze), alespoň v počátečním období po změně právní úpravy. Současně se zvýšením pravomocí správní rady by mělo jít ruku v ruce zvýšení transparentnosti odměňování manažerů.

Jak bylo osvětleno výše, samotná změna právní úpravy však nemůže stačit. Při prosazení zvýšení transparentnosti odměňování bude třeba překonat kulturní bariéru, která se projevuje obecným odporem k uveřejňování výše odměn (mezd, platů). Dále, k tomu, aby správní rada správně nastavovala odměňování, je silně žádoucí, aby byla složena převážně z nezávislých direktorů. Nezávislí direktori však v České republice v podstatě neexistují. To znamená, že není zaběhnutý mechanismus jejich výběru a fungování a ani vhodní adepti na tuto funkci nejsou dosud vybaveni dostatečnými znalostmi a zkušenostmi. Přesto by právo, případně pravidla burzy cenných papírů jako *soft law*, mohlo pomoci vytvořit tuto třídu nezávislých direktorů. Nezávislí direktori jsou tak s vysokou pravděpodobností podmínkou, aby společnosti s rozptýleným vlastnictvím mohly prosperovat. Nezávislí direktori, kteří nejsou závislí na vrcholových manažerech, fungují jako hlídací psy (*watchdogs*) ve společnostech. Umožňují tak akciovým společnostem existovat podobně jako existují entity *trust*, což znamená bez zásahů zainteresovaných osob, a tím se akciové společnosti vzdalují svým fungováním korporacím a přibližují se nadacím a nadačním fondům (fundacím). Entity typu *trust* v českém právním řádu nebyla upravena, a to až do přijetí nového občanského zákoníku, nyní platného, nikoli však ještě účinného, ve kterém je upraven svěřenský fond (§ 1448 – § 1474). Dosavadní neexistence entity *trust* v českém právním řádu, a tedy i neexistence zkušeností a judikatury týkající se této entity, může být pouze částečně nahrazena zkušenostmi s nadacemi, které rovněž fungují i v českém prostředí bez

zásahu a aktivního ovlivňování těchto subjektů jejich beneficienty. A konečně, jako pojistka proti schvalování si excesivních odměn, by měly působit soudy při vymáhání povinnosti loajality. Schvalování odměn sobě samému bude vždy postiženo střetem zájmů a korigující role soudů, případně dalších státních orgánů, je v tomto směru nezbytností. Soudy tak musí působit jako korektor excesivních odměn.

Autor této práce je naopak skeptický k posílení pravomocí akcionářů v rámci správy společnosti.⁴⁴⁶ Některé argumenty pro nevhodnost větší angažovanosti akcionářů a zároveň argumenty pro vhodnost větší nezávislosti správní rady a jejich direktorů a s tím spojené odpovědnosti byly uvedeny výše. Stejně tak na historickém vývoji byly přineseny empirické důkazy o přirozenosti tohoto vývoje. V práci taktéž byly popsány technologické bariéry, které vzdalovaly vlastníky (akcionáře) od řízení (manažerů). Tyto bariéry spočívaly v omezených možnostech komunikace a dopravy. Nelze proto zcela souhlasit s profesorem Brianem Cheffinsem v tom, že ke skutečnému rozptýlení akcionářů došlo až jejich geografickým vzdálením se od místa sídla a působení společnosti, když argumentuje větší geografickou vzdáleností akcionářů od místa sídla a působení společností ve 20. století než tomu bylo v 19. století.⁴⁴⁷ Technologické možnosti dopravy a komunikace byly v 19. století významně odlišné od technologických možností dopravy a komunikace ve 20. století. Zcela razantní změna však přišla až na konci 20. století s nástupem Internetu. Pokud do té doby přenos informací od společnosti k akcionáři, zjišťování vůle akcionáře a přenos vyjádření vůle akcionáře zpět ke společnosti vyžadoval nezanedbatelné časové a finanční náklady, pak dnes jsou tyto náklady nejen relativně extrémně nižší, ale jsou v podstatě stlačitelné na absolutní minimum. Tímto technologickým pokrokem se razantně zkrátila „vzdálenost“ mezi akcionáři a společnostmi. Avšak, vedle toho, je zde aspekt, který doposud nebyl v práci výslovně zmíněn, a kterému nebyla dosud věnována dostatečná pozornost ani ze strany světové vědecké obce. Akcionáři se sice přiblížili akciovým společnostem díky technologickému pokroku, ale naopak se těmito společnostmi vzdálili právně, a v důsledku jevu, který lze označit jako „nepřímé vlastnictví“. Toto nepřímé vlastnictví spočívá v tom, že dochází k vlastnění akcií prostřednictvím jiných osob (správců).⁴⁴⁸ V důsledku toho nemusí být koneční beneficienti pro akciovou společnost akcionáři v právním slova smyslu.⁴⁴⁹ Práva konečných beneficietů tak mohou, v důsledku tohoto rozšiřujícího se jevu, být oslabena. Protiváhu tohoto stavu pak lze nalézt v nezávislých, kompetentních a odpovědných správních radách.

Akciová společnost s rozptýleným vlastnictvím je vrcholem evolučního vývoje v oblasti společností. To však neznamená, že entita či bytost, která je na vrcholu evolučního vývoje, musí nutně eliminovat entity či bytosti, které jsou na nižším

⁴⁴⁶ BEBCHUK, Lucian A.: The Case for Increasing Shareholder Power. *Harvard Law Review*, Vol. 118, No. 3 (January 2005), s. 833-914

⁴⁴⁷ CHEFFINS, Brian R.: *Corporate Ownership and Control*. Oxford University Press (2008), s. 42, 145

⁴⁴⁸ ELEK, Štefan: Nominee účty a fiduciární správa cenných papírů. *Právní rozhledy*, č. 8 (2002), s. 360-367

PIHERA, Vlastimil: K některým aspektům majetkových práv k cenným papírům. *Právník*, č. 1 (2004) s. 82-91

ELEK, Štefan: Cenné papíry držené skrze prostředníky. *Právní rozhledy*, č. 21 (2005), s. 774-782

⁴⁴⁹ *The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making (Final Report)* July 2012, s. Dosažitelné na: <http://www.bis.gov.uk/assets/biscore/business-law/docs/k/12-917-kay-review-of-equity-markets-final-report.pdf>

vývojovém stupni. Vývoj a stav v oblasti ekonomických entit, stejně jako vývoj a stav v přírodě, ukazuje, že i entity či bytosti na různých vývojových stupních mohou existovat vzájemně vedle sebe nebo dokoce být ve vzájemné závislosti či symbióze. Soutěživost (konkurenceschopnost) a inovace se dají dosáhnout i v jiných podnikatelských subjektech (ekonomických entitách) než ve velkých (veřejných) akciových společnostech s rozptýleným vlastnictvím.⁴⁵⁰ Akciová společnost s rozptýleným vlastnictvím je však zároveň i křehký vynález. A kvalitní právo je jedním z klíčových faktorů, který tento vynález udržuje v chodu a funkční.

⁴⁵⁰ ROE, Mark J.: Political Preconditions To Separating Ownership from Corporate Control. *Stanford Law Review*, Vol. 53, No. 3 (December 2000), s. 542

Seznam zdrojů

Knižní literatura (monografie, učebnice, sborníky, vč. autorských kapitol, a encyklopedie)

- BECKER, Gary S.: *Accounting for tastes*. Cambridge, MA: Harvard University Press (1996)
- BECKER, Gary S.: *Teorie preferencí*. Praha: Grada/Liberální institut (1997)
- BERAN, Karel: *Pojem osoby v právu: Osoba, morální osoba, právnická osoba*. Leges, Praha (2012)
- BERLE, Adolf A. – MEANS, Gardiner C.: *The Modern Corporation and Private Property*. Harcourt, Brace & World, Inc. (1932), citováno podle vydání (přetisku) vydaného nakladatelstvím Transaction Publishers (2002)
- BOGUSZAK, Jiří – ČAPEK, Jiří – GERLOCH, Aleš: *Teorie práva*. ASPI (2001)
- BORKOVEC, Aleš: Odměňování vrcholových manažerů. In: BAŽANTOVÁ, I. – HRABA, Z. (ED.): *Corporate Governance – aktuální problémy teorie a podnikové praxe (sborník)*. Prospektrum, Praha (2006), ss. 95-104
- BORKOVEC, Aleš: Morální hazard: Pohled skeptika. In KOLEKTIV AUTORŮ: *Morální hazard: Vymezení, příčiny a důsledky*. *Acta Universitatis Carolinae – Iuridica* 3/2009. Univerzita Karlova v Praze – Nakladatelství Karolinum, Praha (2010), ss. 43-54
- BORKOVEC, Aleš: Nová regulace finančních trhů v USA a změny v corporate governance. In: KOLEKTIV AUTORŮ: *Ekonomie regulace: Lekce z globální finanční krize*, 1. vyd. Praha, Nakladatelství Vladimír Lelek (2010), ss. 43-48
- BRODEC, Jan: Proniknutí přes hradbu subjektivity právnické osoby a některé otázky mezinárodního práva soukromého. In PAUKNEROVÁ, Monika – TOMÁŠEK, Michal et al.: *Nové jevy na počátku 21. století – IV. Proměny soukromého práva*. Univerzita Kalova v Praze, Nakladatelství Karolinum (2009), s. 199-210
- BRUCE, John: *Annals of the Honorable East-India Company, from their Establishment by the Charter of Queen Elizabeth, 1600, to the Union of the London and English East-India Companies, 1707-8*. Vol. I., II., III. (1810)
- BUCKLAND, W. W. – McNAIR, Arnold D. – LAWSON, F. H.: *Roman Law and Common Law: A Comparison in Outline*. Cambridge: University Press (1965)
- BURTON, Theodore E.: *Corporations and the State*. New York and London: D. Appleton and Company (1911)
- CHEFFINS, Brian R.: *Corporate Ownership and Control*. Oxford University Press (2008)
- CHILD, Josiah: *A New Discourse of Trade*. (první vydání 1668, druhé vydání 1690) Glasgow (1751)
- CHOPER, Jesse H. – EISENBERG, Melvin A.: *Corporations*. Thomson – Bar/Bri (2005)
- COBBETT'S *Parliamentary History of England*, Vol. V. (1809)
- COBBETT'S *Parliamentary History of England*, Vol. VI. (1810).
- COBBETT'S *Parliamentary History of England*, Vol. VII. (1811)
- COCHUT, P. A.: *The Financier, Law: His Scheme and Times*. (1856)
- ČECH, Petr: K povinnosti loajality společníka vůči společnosti a ostatním společníkům. In Pauknerová, Monika – Tomášek, Michal et al.: *Nové jevy na počátku 21. století – IV. Proměny soukromého práva*. Univerzita Kalova v Praze, Nakladatelství Karolinum (2009), s. 54-70
- ČERNÁ, Stanislava: Lze prolomit hranice majetkové samostatnosti obchodní společnosti? In Pauknerová, Monika – Tomášek, Michal et al.: *Nové jevy na počátku 21. století – IV. Proměny soukromého práva*. Univerzita Kalova v Praze, Nakladatelství Karolinum (2009), s. 28-46
- ČERNÁ, Stanislava: K některým aspektům zájmu kapitálové společnosti. In ČERNÁ, S., ČECH, P. a kolektiv autorů: *Pocta Ivaně Štenglové k sedmdesátým narozeninám*. Vydání 1. Praha: C. H. Beck (2012), ss. 63-79
- DAVIES, Paul L. – GOWER, L. C. B.: *Gower's Principles of Modern Company Law*. 6. vyd. (1997)
- DAVIES, Paul L.: *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*. 8. vyd. (2008)

- DE SOTO, H.: *The Mystery of Capital – Why Capitalism Triumphs in the West and Fails Everxwhere Else* (2000)
- DE SOTO, H.: *Mystérium kapitálu*. Rybka Publishers : Praha (2007)
- DINE, Janet – KOUTSIAS, Marios: *Company Law*. 6. vyd. (2007)
- DU MONT, J.: *Corps Universel Diplomatique du Droit des Gens...*, Tome VIII. Amsterdam (1731)
- EASTERBROOK, Frank H. – FISCHER, Daniel R.: *The Economic Structure of Corporate Law*. First Harvard University Press Edition (1996)
- EISENBERG, Melvin A. – COX, James D.: *Corporations and Other Business Organizations*, 10. vyd., Unabridged. New York: Thomson Reuters / Foundation Press (2011)
- EVANS, George H., Jr.: *British Corporation Finance 1775-1850: A Study of Preference Shares*. Baltimore: Johns Hopkins Press (1936)
- EPSTEIN, Mortimer: *The Early History of the Levant Company*. London, New York (1908)
- FARRAR, John H. – HANNIGAN, Brenda M.: *Farrar's Company Law*. 4th ed. (1998)
- FRENCH, Derek – MAYSON, Stephen W. – RYAN, Christopher L.: *Company Law*. 2011-2012 Edition. Oxford University Press (2011)
- FULBER, Holden: *Rival Empires of Trade in the Orient 1600-1800*. University of Minnesota Press: Minneapolis (1976)
- GOETZMANN, William N. – ROUWENHORST, K. Geert: *The Origins of Value: The Financial Innovations that created Modern Capital Markets*. Oxford University Press, New York (2005)
- HAKLUYT, Richard: *The Principal Navigation...* (1599)
- HAYEK, Fridrich A.: *The Road to Serfdom*. London/New York: George Routledge & Sons (1944)
- HOLMAN, Robert: *Dějiny ekonomického myšlení*. 3. vyd. Praha: C. H. Beck (2005)
- HOPT, Klaus J.: Comparative company law. In REIMANN, M. – ZIMMERMANN, R. (eds.): *Comparative Law*. 1. vyd. (2006)
- HUNTER, William W.: *From the first European Settlement to the Founding of the English East India Company*. In: JACKSON, A. V. Williams: *History of India*, Vol VI. London: The Grolier Society (1906)
- HUNTER, William W.: *A History of British India*, Vol I. London: Longmans, Green and Co. (1919)
- JACKSON, Howell E., SYMONS, Edward L. Jr.: *Regulation of financial institutions*. West Group, St. Paul, Minn. (1999)
- KLEIN, William A. – COFFEE, John C., Jr.: *Business Organization and Finance. Legal and Economic Principles*. 10. vyd. (2007)
- KOLEKTIV AUTORŮ: *Corporate governance ve veřejném sektoru*. 1. vydání, Praha Prospektrum (2008)
- KOSTAL, Rande W.: *Law and English Railway Capitalism 1825-1875*. Clarendon Press, Oxford (1994)
- KRAAKMAN, Reinier – DAVIES, Paul – HANSMANN, Henry – HERTIG, Gerard – HOPT, Klaus – KANDA, Hideki – ROCK, Edward: *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*. Oxford University Press (2006)
- LECOUNT, Peter: *A Practical Treatise on Railways, explaining their Construction an Management, with numerous Woodcuts and ten Plates: being the Article „Railways“ in the seveth Edition of the Encyclopædia Britannica, with additional Details*. Edinburgh: Adam & Charles Black, North Bridge (1839)
- MACAULAY, Thomas B.: *The History of England*. Vol. IV., Philadelphia: Porter & Coates (rok vydání neuveden)
- MACKAY, Charles: *Memoirs of Extraordinary Popular Delusions*. Vol. I., London (1841)
- MALÝ, Karel a kol.: *Dějiny českého a československého práva do r. 1945*. 4. vydání. Praha: Leges (2010)
- MALÝ, Milan – THEODOR, Michal – PEKLO, Jaromír: *Řízení a správa společností (corporate governance)*. VŠE Praha (2002)

- MASON, Roger: *Company Articles and Company Constitution*. Thorogood (2011)
- MCCULLOCH, John R.: *A Dictionary, Practical, Theoretical, and Historical, of Commerce and Commercial Navigation*. (1836)
- MCCULLOCH, John R.: *A Dictionary, Practical, Theoretical, and Historical, of Commerce and Commercial Navigation*. (1850)
- MICKLETHWAIT, John – WOOLDRIDGE, Adrian: *The Company: a short history of revolutionary idea*. Modern Library (2003)
- MILHAUPT, Curtis J. – PISTOR, Katharina: *Law and capitalism: what corporate crises reveal about legal system and economic development around the world*. The University of Chicago Press. Chicago, London (2008)
- MORELLET, André: *Examen de la Réponse de M. N*. Paris: Desaint (1769)
- OLDMIXON, John: *The History of England*. (1735) s. 701-702
- PATĚK, Daniel: K možnosti prolomení majetkové samostatnosti české společnosti s ručením omezeným. In PAUKNEROVÁ, Monika – TOMÁŠEK, Michal et al.: *Nové jevy na počátku 21. století – IV. Proměny soukromého práva*. Univerzita Kalova v Praze, Nakladatelství Karolinum (2009), s. 46-54
- PETROV, Jan: *Obecná odpovědnost členů představenstva akciových společností v česko-americko-německém srovnání*. Masarykova univerzita, Mezinárodní politologický ústav, Brno (2007)
- PINCUS, Steve: *1688 : the first modern revolution*. Yale University Press: New Haven & London (2009)
- RICHTER, Tomáš: *Kupónová privatizace a její vlivy na správu a financování českých akciových společností*. Univerzita Karlova v Praze, Nakladatelství Karolinum (2005)
- RIESSER, J.: *Die deutschen Großbanken und ihre Konzentration im Zusammenhang mit der Entwicklung der Gesamtwirtschaft in Deutschland*. Jena: Verlag von Gustav Fischer (1912)
- RIPLEY, William Z.: *Trusts, pools and corporations*. Revised edition. Boston: Ginn and Company (1916)
- ŘEHÁČEK, O.: *Představenstvo akciové společnosti a postavení jeho členů*, 1. vyd. Praha, C. H. Beck (2010)
- SCHUMPETER, Joseph A.: *Business Cycles: A Theoretical, Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process*, Vol. 1 (1939)
- SCOTT, William R.: *The Constitution and Finance of English, Scottish and Irish Joint-stock Companies to 1720*, Vol. I. Cambridge: at the University Press (1912)
- SCOTT, William R.: *The Constitution and Finance of English, Scottish and Irish Joint-stock Companies to 1720*, Vol. II. Cambridge: at the University Press (1910)
- SCOTT, William R.: *The Constitution and Finance of English, Scottish and Irish Joint-stock Companies to 1720*, Vol. III. Cambridge: at the University Press (1911)
- SMITH, Adam: *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. Vol. III. (první vydání: 1776) – citováno podle *The Works of Adam Smith ...* Vol. IV. (1811)
- SMITH, Adam: *Pojednání o postatě a původu bohatství národů*. Praha: Liberální institut (2001)
- SOMMER, Otakar: *Učebnice soukromého práva římského*, I a II. díl. Praha: Wolters Kluwer ČR (2001)
- SULLIVAN, John James: *American Corporation: The Legal Rules Governing Corporate Organization and Management with Forms and Illustrations*. New York and London: D. Appleton and Company (1910)
- ТИХМЕНЕВ П. А.: *Историческое обозрение образования Российско-Американской компании и действий ее до настоящего времени*, Часть 1. (1861)
- The New Encyclopædia Britannica*. Vol. 4, Micropædia, 15th ed., Chicago (1992)
- The New Encyclopædia Britannica*. Vol. 8, Micropædia, 15th ed., Chicago (1992)
- The Origin and Early History of the Russia or Muscovy Company, taken from Hakluyt, Purchas, etc. etc.* London (1830)
- TUCK, Henry: *The Railway Shareholder's Manual; Or, Practical Guide to All the Railways in the World, Completed, in Progress, and Projected; Forming an Entire Railway Synopsis, Indispensable to All Interested in*

Railway Locomotion. To Which Is Added a Correct List of the Offices and Officers of Existing and Projected Railways. 8th ed. London: Effingham Wilson (1847)

VLNAS, Vít: *Princ Evžen Savojský: Život a sláva barokního válečníka*. Paseka: Praha, Litomyšl / Národní galerie v Praze (2001)

WANNER, Michal: The Ostend Company as Phenomenon of International Politics in 1722–1731. In: SKŘIVAN, Aleš – SUPPAN, Arnold (Eds.): *Prague Papers on the History of International Relations*. Praha: Institute of World History (2006), ss. 29-63

WHALEY, Joachim: *Germany and the Holy German Empire*, Vol. II. Oxford University Press (2012)

WILLIAMS, Frederick S.: *The Midland railway: Its Rise and Progress. A Narrative of Modern Enterprise*. London: Strahan & Co. Paternoster Row (neuvejeno, patrně 1876)

WEBER, Max: *Die protestantische Ethik und der Geist des Kapitalismus*. (1904-1905)

ZIMMERMANN, Reinhard: *The Law of Obligation. Roman Foundations of the Civilian Tradition*. Oxford University Press (1996)

Články v odborných periodikách (kromě *The Economist*)

ASCHENBRENNER, Martin – DŘEVÍNEK, Karel: K povinnostem členů představenstva akciové společnosti. *Právo a podnikání*, č. 4 (1999), ss. 2 -10

BAINBRIDGE, Stephan M.: Directory Primacy and Shareholder Disempowerment. *Harvard Law Review*, Vol. 119 (2006), ss. 1735-1772

BEBCHUK, Lucian A. – ROE, Mark J.: A Theory of Path Dependence in Corporate Governance and Ownership. *Stanford Law Review*, Vol. 52 (1999), ss. 127-170

BEBCHUK, Lucian A. – FRIED, Jesse M.: Executive Compensation as an Agency Problem. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17, No. 3 (2003), ss. 71-92

BEBCHUK, Lucian A.: The Case for Increasing Shareholder Power. *Harvard Law Review*, Vol. 118, No. 3 (January 2005), ss. 833-914

BEBCHUK, Lucian A. – BACHELDER, Joseph E. – CAMPOS, Roel C. – GEORGIU, Byron S. – HEVESI, Alan G. – LERACH, William – MENDELSON, Robert – MONKS, Robert A. G. – MYERSON, Toby – OLSON, John F. – STRINE, Leo E. – WILCOX, John C.: Director Liability. *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 31, No. 3 (2006) ss. 1011-1045

BLACK, Bernard – CHEFFINS, Brian – KLAUSNER, Michael: Liability Risk for Outsider Directors: a Cross-Border Analysis. *European Financial Management*, Vol. 11, No. 2, (2005), ss. 153–171

BERAN, Karel: Význam právních posudků vypracovaných advokáty v souvislosti s povinností reprezentantů kapitálových společností jednat s péčí řádného hospodáře. *Bulletin advokacie*, č. 9 (2004), ss. 17-28

BORKOVEC, Aleš: Obrana akcionáře proti nepřiměřené ceně za akcii. *Právní rádce*, roč. 11, č. 4, (2003.), ss. 26-33

BORKOVEC, Aleš: Obrana akcionáře proti nepřiměřené ceně za akcii. *Auditor*, roč. 7, č. 5, (2003), ss. 23-29

BORKOVEC, Aleš: Povinnost loajality v české praxi: Lekce z ČEZu. *Právní rádce*, č. 12 (2003), ss. 75-77

BORKOVEC, Aleš: Rozhodnutí Nejvyššího správního soudu ČR a správa akciových společností. *Obchodní právo (časopis pro obchodně právní praxi)*, ročník 19, č. 3 (2010), ss. 27-34

BORKOVEC, Aleš: Zákonné změny v americkém řízení a správě společností. *Obchodní právo (časopis pro obchodně právní praxi)* č. 2, ročník 20 (2011), ss. 18-23

CETLOVÁ, Klára: Novelizovat, a to rychle. *Euro*, č. 33-34 (15. srpna 2005), ss. 72-73

CHEFFINS, Brian R.: Does Law Matter?: The Separation of Ownership and Control in the United Kingdom. *The Journal of Legal Studies*, Vol. 30, No. 2 (June 2001), ss. 459-484

CHEFFINS, Brian R.: Will Executive Pay Globalise Along American Lines? *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 11, No. 1 (January 2003), ss. 8-24

COASE, Ronald H.: The Nature of the Firm. *Economica*, Vol. 4, No. 16 (November 1937), ss. 386-405

- COFFEE, John C. Jr.: The Future as History: Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications. *Northwestern University Law Review* Vol. 93, No. 3 (1999), ss. 641-707
- COFFEE, John C. Jr.: The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control. *The Yale Law Journal*, Vol. 111 (Oct. 2001), ss. 1-82
- CROSS, Frank B.: Law and Economic Growth. *Texas Law Review* Vol. 80, No. 7 (June 2002), ss. 1737-1775
- CROSS, Frank B.: Law and Trust. *Georgetown Law Journal*, Vol. 93, No. 5 (June 2005), ss. 1457-1545
- ČECH, Petr: Další zamyšlení nad úpravou nuceného výkupu akcií. *Právní zpravodaj*, č. 7 (2005), ss. 9-11
- ČECH, Petr: K (četným) problémům právní úpravy výkupu účastnických cenných papírů (squeeze-out). *Právní rozhledy*, č. 18 (2005), ss. 651-663
- ČECH, Petr: Sarbanes-Oxleyův zákon dobyl evropské právo společností. *Právní zpravodaj*, č. 12 (prosinec 2006), ss. 8-10
- ČECH, Petr: Péče řádného hospodáře a povinnost loajality. *Právní rádce*, č. 3 (2007), ss. 5-16
- ČERNÁ, Stanislava: K rozdílům mezi německou a francouzskou koncepcí skupin společností. *Právní rozhledy*, č. 8 (2004), ss. 288-292
- ČERNÁ, Stanislava: Výbory pro audit v zahraničních a tuzemských akciových společnostech. *Obchodněprávní revue*, č. 8 (2010), ss. 223-232
- DĚDIČ, Jan – KASÍK, Petr – PIHERA, Vlastimil: K vybraným aspektům úpravy squeeze-out(u). *Právní rozhledy*, č. 1 (2006), ss. 25-30
- DĚDIČ, Jan – PIHERA, Vlastimil: Nucený výkup a cena akcií. *Ekonom*, č. 21 (25. května 2006), ss. 44-46
- DE SOTO, H.: The Mystery of Capital. *Finance & Development*, Vol. 38, No. 1 (March 2001)
- DUCOULOUX-FAVARD, C.: L'Histoire des Grandes Sociétés en Allemagne, en France et en Italie. *Revue Internationale de droit comparé*, Vol. 4 (1992), ss. 849-881
- DVOŘÁK, Tomáš: Squeeze-out aneb má drobný akcionář důvod k pláči? *Právní fórum*, č. 7 (2005), ss. 253-259
- ELEK, Štefan: Nominee účty a fiduciární správa cenných papírů. *Právní rozhledy*, č. 8 (2002), ss. 360-367
- ELEK, Štefan: Cenné papíry držené skrze prostředníky. *Právní rozhledy*, č. 21 (2005), ss. 774-782
- FERRARINI, Guido – MOLONEY, Niamh: Executive Remuneration in the EU: The Context for Reform. *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 21, No. 2 (2005), ss. 304-323
- FIDLER, Jan: Vodníci útočí. *Euro*, č. 20 (16. května 2005), ss. 68-69
- FOJTÍK, Vadim – PÁRAL, Pavel – SKŘIVÁNEK, Tomáš: A nejhorší ze všeho jsou trpaslíci. *Euro*, č. 29 (19. července 2004), ss. 3
- FOJTÍK, Vadim – SKŘIVÁNEK, Tomáš: A nastal čas prázdnin. *Euro*, č. 29 (19. července 2004), ss. 20-25
- FREEDLAND, Fred: History of Holding Company Legislation in New York State: Some Doubts as to the "New Jersey First" Tradition. *Fordham Law Review*, Vol. 24 (1955), ss. 369-411
- GLAESER, Edward – JOHNSON, Simon – SHLEIFER, Andrei: Coase versus the Coasians. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 116, No. 3 (August 2001), ss. 853-899
- GLÜCKSELIG, Richard: Průlom do právní autonomie obchodních společností. *Právní rozhledy*, č. 5 (2002), ss. 219-223
- GORDON, Jeffrey N.: The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices. *Stanford Law Review*, Vol. 59, No. 6 (April 2007), ss. 1465-1568
- GOWER, L. C. B.: The English Private Company, *Law and Contemporary Problems*, Vol. 18 (Fall 1953), ss. 535-545
- HAMPEL, Petr: Odpovědnost členů statutárních orgánů obchodních společností. *Právní rádce*, č. 2 (2003), ss. 33-36

- HANSMANN, Henry – KRAAKMAN, Reinier: The End of History for Corporate Law. *Georgetown Law Journal*, Vol. 89, No. 2 (2001), ss. 439-468
- HANSMANN, Henry – KRAAKMAN, Reiner – SQUIRE, Richard: Law and the rise of the firm. *Harvard Law Review* Vol. 119 (2006), ss. 1333-1403
- HARRIS, Ron: The Bubble Act: Its Passage and Its Effects on Business Organization. *The Journal of Economic History*, Vol. 54, No. 3 (Sep. 1994), ss. 610-627
- HART, Jan: Vytlačení akcionářů není českým výmyslem. *Hospodářské noviny*, (6. května 2005), ss. 18
- HAVEL, Bohumil: Squeeze-out. Protiústavní nebo legitimní nástroj změny vlastnické struktury společnosti? *Právní rozhledy*, č. 21 (2004), ss. 773-778
- HAVEL, Bohumil – DOLEŽIL, Tomáš: A zase ten squeeze-out. Úvahy nad interpretací § 183i a násl. ObchZ. *Právní rozhledy*, č. 17 (2005), ss. 633-638
- HAVEL, Bohumil: Vyvlastnění, vytlačení akcionářů a ústavnost. *Právní rozhledy*, č. 6 (2006), ss. 215-220
- HAVRÁNEK, Ondřej – SERVUS, Stanislav: Povinnost ústupu. *Euro*, č. 19 (9. května 2005), ss. 64-65
- HOLEŠÍNSKÝ, Petr – ŠURMANOVÁ, Michaela: Opční akciové programy. *Právní rádce*, č. 3 (2007), ss. 23-27
- HOLUB, Emil: Sud'te se na Seyschelách, akcionáři. *Hospodářské noviny*, (26. května 2005), ss. 11
- JENSEN, Michael. C. – MECKLING, William H.: Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. Vol. 3, No. 4 (1976), ss. 305-360
- JEŽEK, Tomáš: Suverénní sněm špatně rozhodl. *Hospodářské noviny*, (19. května 2005), ss. 8
- JOHNSON, Simon – LA PORTA, Rafael – LOPEZ-DE-SILANES, Florencio – SHLEIFER, Andrei: Trust in large organizations. *The American Economic Review*, Vol. 187, No. 2 (May 1997), ss. 333-338
- JOHNSON, Simon – LA PORTA, Rafael – LOPEZ-DE-SILANES, Florencio – SHLEIFER, Andrei: Corporate Ownership Around the World. *The Journal of Finance*. Vol. 54, No. 2 (1999), ss. 471-517
- JOHNSON, Simon – LA PORTA, Rafael – LOPEZ-DE-SILANES, Florencio – SHLEIFER, Andrei: Tunneling. *The American Economic Review*, Vol. 90, No. 2 (May 2000), ss. 22-27
- JOSKOVÁ, Lucie – PELIKÁN, Robert: Squeeze-out po česku. *Právní zpravodaj*, č. 6 (2005), ss. 6-8
- KAHAN, Marcel – ROCK, Edward: Embattled CEOs. *Texas Law Review*, Vol. 88 (2010), ss. 987-1051
- KALENSKÁ, Marie: Právní postavení a odměňování manažerů. *Obchodní právo*, č. 6 (2000), ss. 10-17
- KINDL, Jiří: Povinnosti „ředitelů“ obchodních společností podle irského práva. *Obchodní právo*, č. 11 (2001), ss. 34-44
- KOLLA, Peter: The mannesmann Trial and the Role of the Courts. *German Law Journal* Vol. 5, No. 7 (2004), ss. 829-847
- KOTÁSEK, Josef: K (dočasněmu) neúspěchu evropské úpravy nabídek převzetí. *Časopis pro právní vědu a praxi*, č. 1. (2002), ss. 22-27
- KOTÁSEK, Josef: Vytěsnění anonymního akcionáře. *Časopis pro právní vědu a praxi*, č. 3 (2006), ss. 257-261
- KŘÍŽ, Karel: Poprava drobných akcionářů. *51 PRO* (květen 2005), ss. 33
- KÜHN, Zdeněk: Fikce samostatnosti právnických osob a její prolomení. *Právní rozhledy*, č. 11 (2003), ss. 542-552
- LA PORTA, Rafael – LOPEZ-DE-SILANES, Florencio – SHLEIFER, Andrei – VISHNY, Robert W.: Legal determinants of external finance. Cambridge: *The Journal of Finance*, Vol. 52, No. 3 (July 1997), ss. 1131-1150
- LA PORTA, Rafael – LOPEZ-DE-SILANES, Florencio – SHLEIFER, Andrei – VISHNY, Robert W.: Law and Finance. *The Journal of Political Economy*, Vol. 106, No. 6 (December 1998), ss. 1113-1155
- LA PORTA, Rafael – LOPEZ-DE-SILANES, Florencio – SHLEIFER, Andrei – VISHNY, Robert W.: Investor protection and corporate governance. *The Journal of Financial Economics*, Vol. 58, No. 1-2 (2000), ss. 3-27

- LISSE, Luděk: Jednání s odbornou péčí a trestněprávní odpovědnost. *Právní rádce*, č. 1 (2003), ss. 22-24
- MAHONEY, Paul G.: The common law and economic growth: Hayek might be right. *The Journal of Legal Studies*, Vol. 30, No. 2 (June 2001), ss. 503-525
- MAŠEK, František – PETŘÍČEK, Martin: Ode zdi ke squeeze-out. *Ekonom*, č. 16 (20. dubna 2006), ss. 63-65
- MATOCHA, Pavel – LÉKÓ, István: Jaderná energetika: Fischerův zásah. *Euro* č. 45 (9. listopadu 2009) ss. 35-37
- MELNIKOVA, Natalia: K některým komparativním aspektům práva obchodních společností. *Právník*, č. 7 (2004), ss. 662-689
- NOVÁK, Jaroslav: Homo minoritus opět na lovu. *Euro*, č. 35 (29. srpna 2005), ss. 63
- OSSENDORF, Vít: Chování orgánů cílové společnosti v době probíhající nabídky převzetí podle německého práva. *Obchodní právo*, č. 3 (2004), ss. 35-44
- OSSENDORF, Vít: Chování orgánů cílové společnosti v době probíhající nabídky převzetí podle německého práva. *Obchodní právo*, č. 4 (2004), ss. 39-52
- PIHERA, Vlastimil: Trust. Vybrané aspekty. *Obchodněprávní revue*, č. 7 (2009), ss. 196-201
- PIHERA, Vlastimil: K některým aspektům majetkových práv k cenným papírům. *Právník*, č. 1 (2004) ss. 82-91
- POHANKA, Tomáš: Soumrak otců. *Euro*, č. 24 (13. června 2005), ss. 42
- POKORNÁ, Jarmila: Squeeze-out: ochrana menšinových akcionářů nebo efektivita činnosti akciové společnosti? *Právní fórum*, č. 6 (2004), ss. 237-239
- POSNER, Richard A.: Social Norms and the Law: An Economic Approach. *The American Economic Review*. Vol. 87, No. 2 (May 1997) ss. 365-369
- RADA, Ivan: Tři zákazy uložené členům statutárních orgánů. *Právní rozhledy*, č. 1 (2003), ss. 6-15
- RADA, Ivan: Obecné povinnosti členů statutárního orgánu. *Právo a podnikání*, č. 2 (2003), ss. 8-18
- RICHTER, Tomáš: Spíše oškubání než vytěsnění. *Euro*, č. 23 (6. června 2005), ss. 70-71
- ROE, Mark J.: Political Preconditions To Separating Ownership from Corporate Control. *Stanford Law Review*, Vol. 53, No. 3 (December 2000), ss. 539-606
- ROE, Mark J.: Can Culture Ever Constrain the Economic Model of Corporate Law? *The University of Chicago Law Review*, Vol. 69 (Summer 2002), ss. 1251-1269
- ROMANO, Roberta: The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance. *The Yale Law Journal* Vol. 114, No. 7 (2005), ss. 1521-1611
- RONOVSKÁ, Kateřina: Nadace (a trusty) v kontinentální Evropě – pohled funkcionální. *Obchodněprávní revue*, č. 7-8 (2012), ss. 202-206
- ROSENBAUM, Marek: Čas změny. *Euro*, č. 29 (19. července 2004), ss. 48
- ŘEHÁČEK, Oldřich: Odměňování členů představenstva akciové společnosti. *Bulletin advokacie*, č. 5 (2007), ss. 28-32
- ŘÍHA, Pavel: K některým problémům nového koncernového práva. *Právní rozhledy*, č. 8 (2002), ss. 375-381
- SKŘIVÁNEK, Tomáš: Rychle a zběsile. *Euro*, č. 33-34 (15. srpna 2005), ss. 34-35
- SUBRAMANIAN, Guhan: Fixing Freezeouts. *The Yale Law Journal*, Vol. 115, No. 1 (October 2005), ss. 2-70
- SUTTON, Anne F.: The Merchant Adventurers of England: their origins and the Mercers' Company of London. *Historical Research*, Vol. 75, No. 187 (February 2002), ss. 25-46
- ŠKOP, Martin: Některé ústavněprávní rysy úpravy vytlačení menšinových akcionářů. *Právní rozhledy*, č. 24 (2005), ss. 883-889

- THOMAS, Caroline: The South Sea Bubble. *Student Economic Review*. University of Dublin, Trinity College, Vol. 17, (2003), ss. 17-37
- THOMAS, Randall S. – PALMITER, Alan R. – COTTER, James F.: Dodd-Frank's Say on Pay: Will It Lead to a Greater Role for Shareholders in Corporate Governance? *Cornell Law Review*, Vol. 97, (July 2012), ss. 1213-1266
- UZSÁK, Martin: Co se o squeeze-out(u) nepíše. *Bulletin advokacie*, č. 3 (2007), ss. 15-22
- UZSÁK, Martin: Co se o squeeze-out(u) nepíše. *Bulletin advokacie*, č. 4 (2007), ss. 30-37
- VÁŇA, Radek: Snadno a rychle. *Euro*, č. 19 (9. května 2005), ss. 56-57
- WANNER, Michal: The Establishment of the General Company in Ostend in the Context of the Habsburg Maritime Plans 1714-1723. *Prague Papers on the History of International Relations*, roč. 11 (2007), ss. 33-62
- WINTERS, L. Alan – MARTINS, Pedro: When comparative advantage is not enough: business costs in small remote economies. *World Trade Review*. Vol 3, No. 3 (2004), ss. 347-383
- WINTERS, L. Alan – MARTINS, Pedro: Small isn't beautiful. *CentrePiece*. Vol. 10, No. 2 (Summer 2005), ss. 25-28
- ZIMA, Petr: Ad: Velcí se bojí. *Euro*, č. 4 (26. ledna 2004), ss. 6
- ZIMA, Petr: Squeeze-out a Spruchverfahren. *Právní rozhledy*, č. 1 (2005), ss. 27-30
- ZIMA, Petr: Vývoj rozhodování Ústavního soudu ve věcech vyvlastňování investic v akciových společnostech. *Právní rozhledy*, č. 22 (2005), ss. 823-830
- ZIMA, Petr: Právo výkupu po x-té a nikoliv naposledy. *Právní rozhledy*, č. 19 (2006), ss. 705-709
- ZIMA, Petr: SRN: Spolkový ústavní soud: Ochrana menšinových akcionářů při tzv. squeeze-out. *Právní rozhledy*, č. 19 (2007), ss. 725-726
- ZIMA, Petr: Oceňování při squeeze-out. *Právní rozhledy*, č. 8 (2011), ss. 267-274

Články v *The Economist*

(řazeno chronologicky)

- The Economist* (*Kings of capitalism: A survey of private equity*) (27. listopadu 2004), ss. 1-16
- Executive pensions: Far from retiring. *The Economist* (30. dubna 2005), ss. 12
- Germany capitalism: Bogus backlash. *The Economist* (7. května 2005), ss. 14-15
- Executive pay: Too many turkeys. *The Economist* (26. listopadu 2005), ss. 71-72
- Germany's Mannesmann affair: The trials of Josef A. *The Economist*, (7. ledna 2006), ss. 14
- Deutsche Bank: A hard year ahead. *The Economist* (7. ledna 2006), ss. 66-67
- Executive pay: Book of revelations. *The Economist* (21. ledna 2006), ss. 59
- The stockpot. *The Economist* (*In the money: A special report on executive pay*) (20. ledna 2007), ss. 6-10
- Power pay. *The Economist* (*In the money: A special report on executive pay*) (20. ledna 2007), ss. 10-12
- The market rate. *The Economist* (*In the money: A special report on executive pay*) (20. ledna 2007), ss. 13-16
- Better pay for all. *The Economist* (*In the money: A special report on executive pay*) (20. ledna 2007), ss. 18-20
- Executive pay: A penny for your thoughts. *The Economist* (24. března 2007), ss. 14
- Corporate Governance in Japan: Bring it on. *The Economist* (31. května 2008), ss. 16-18
- Executive pay in Europe: Pay Attention. *The Economist* (14. června 2008), ss. 65-66

- Business in France: Revolution, of sorts. *The Economist* (5. července 2008), ss. 72-73
- Compensation in finance: Payback. *The Economist* (22. listopadu 2008), ss. 77-78
- Company balance-sheets: The sensible giants. *The Economist* (2. května 2009), ss. 57-58
- Executive pay: Attacking the corporate gravy train. *The Economist* (30. května 2009), ss. 71-73
- Executive pay in America: Principles, not pitchforks. *The Economist* (13. června 2009), ss. 66
- Buttonwood: Testing the model. *The Economist* (11. července 2009) ss. 64
- Regulating executive pay in America: Knotting the purse-strings. *The Economist* (8. srpna 2009), ss. 53
- Germany's flawed corporate governance: Boards behaving badly. *The Economist* (8. srpna 2009), ss. 55
- Reviving manufacturing: No land of giants. *The Economist* (26. listopadu 2011), ss. 46
- Shareholder activism and the banks: A new kind of outrage. *The Economist* (5. května 2012), ss. 68
- The world's biggest construction companies: Great wall builders. *The Economist* (27. října 2012), ss. 57
- Russia's American Empire: How the east was lost. *The Economist* (20. července 2013), s. 70-71

Internetové zdroje

- autorské

ARMOUR, John – CHEFFINS, Brian R. – SKEEL, David A., Jr.: Corporate ownership structure and the evolution of bankruptcy law in the US and UK. *ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge, Working Paper No. 226* (2002)

Dosažitelné na: www.cbr.cam.ac.uk/pdf/WP226.pdf

ARMSTRONG, Chris S. – JAGOLINZER, Alan D. – LARCKER, David F.: Timing of Employee Stock Option Exercises and the Cost of Stock Option Grants. *Rock Center for Corporate Governance Working Paper No. 34* (June 1, 2007)

Dosažitelné na: <http://ssrn.com/abstract=905280>

ASMAR, Thomas – GADD, Sarah: Recent Development in Say-on-Pay in the US and UK.

Dosažitelné on-line: www.lw.com [on-line 2. 12. 2012]

BEBCHUK, Lucian A.: How Much Does the Boss Make? [*The Wall Street Journal – on line*] (18. ledna 2006)

Dosažitelné na: <http://online.wsj.com/article/0,,SB113755246723349339.html>

BEBCHUK, Lucian A.: Investors Must Have Power, Not Just Figures on Pay. [*The Financial Times – on line*] (27. července 2006)

Viz: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/0d5b258e-1dd5-11db-bf06-0000779e2340.html#axzz2fimqNy5q>

BOXELL, James: Report highlights Peugeot strategic errors. [*The Financial Times – on line*] (11. září 2012)

Viz: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/604b0f4a-fbfd-11e1-af33-00144feabdc0.html#axzz26FAScgzy>

BRAGUINSKY, Serguey – BRANSTETTER, Lee G. – REGATEIRO, Andre: The Incredible Shrinking Portuguese Firm. *NBER Working Paper No. 17265* (July 2011)

Dosažitelné na: <http://www.nber.org/papers/w17265>

BROST, Marc: Mannesmann-Prozess: 111 Millionen Peanuts (Warum der Mannesmann-Prozess die deutsche Wirtschaft stärkt). [*Zeit Online*] (22. 1. 2004)

Viz: http://www.zeit.de/2004/05/111_Millionen_Peanuts [on-line 1. 9. 2013]

BRYAN-LOW, Cassell: U.K. Unveils Plan on Executive Pay. [*The Wall Street Journal – on line*] (20. 6. 2012)

Dosažitelné na: <http://online.wsj.com/article/SB10001424052702304765304577478172485959522.html> [on-line 27. 11. 2012]

BUCHANAN, James M.: Beyond Law: The Institutionalized Ethics of Liberal Order. *Přednáška s následnou diskusí*. Praha (10. říjen 2002)

Dosažitelné na: <http://libinst.cz/data/buchanan-projev.pdf>

CHEFFINS, Brian R.: Comparative Corporate Governance and the Australian Experience: A Research Agenda. (2001)

Dosažitelné na: <http://ssrn.com/abstract=268935>

CHEFFINS, Brian R.: Investor Sentiment and Antitrust Law as Determinant of Corporate Ownership Structure: The Great merger Wave of 1897 to 1903. (Fall 2002)

Dosažitelné na: <http://ssrn.com/abstract=348480>

COFFEE John C., Jr.: What Cause Enron?: A Capsule Social and Economic History of the 1990's. *Columbia Law and Economics Working Paper No. 214* (2003)

Dosažitelné na: <http://ssrn.com/abstract=373581>

COFFEE, John C., Jr.: Dispersed Ownership: the Theories, the Evidence, and the Enduring Tension Between „Lumpers“ and „Splitters“. *European Corporate Governance Institute, Law Working Paper No. 144/2010* (2010)

Dosažitelné na: <http://ssrn.com/abstract=1532922>

ENDERINK, S. F. W.: Austria and Prussia: German unification in the nineteenth century. *MA Thesis* (June 2010)

Dosažitelné na: <http://igitur-archive.library.uu.nl/student-theses/2010-0810-200305/MA%20Thesis%20-%20Austria%20and%20Prussia.pdf>

FERRANINI, Guido – MOLONEY, Niamh – VESPRO, Cristina: Executive Remuneration in the EU. Comparative Law and Practice. *ECGI Law Working Paper No. 9* (červen 2003)

Dosažitelné na: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=419120

FUKUYAMA, F.: Social Capital and Civil Society. *The Institute of Public Policy George Mason University* (1. října 1999)

Dosažitelné na: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/seminar/1999/reforms/fukuyama.htm>

GAASTRA, F. S.: The organization of the VOC. In: *Introduction to the Archives of the Verenigde Oostindische Compagnie*.

Dosažitelné na: http://www.gahetna.nl/sites/default/files/afbeeldingen/toegangen/NL-HaNA_1.04.02_introduction-VOC.pdf

GIBSON, James R.: Russian America: Company Sources on Company Colony.

Dosažitelné na: <http://2010rac.com/papers/GibsonRAC.pdf>

GREENE, Edward F.: Binding Shareholder Say-on-Pay Vote in UK. [*The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*] (31. 7. 2012)

Viz na: <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2012/07/31/binding-shareholder-say-on-pay-vote-in-uk/> [on-line 28. 11. 2012]

HALL, Brian J. – MURPHY, Kevin J.: Stock Options for Undiversified Executives. *Harvard NOM Research Paper No. 00-05; Presented at Tuck-JFE Contemporary Corporate Governance Conference; USC FBE Working Paper No. 01-16*. (November 2001)

Dosažitelné na: <http://ssrn.com/abstract=252805>

HALTIWANGER, John C. – JARMIN, Ron S. – MIRANDA, Javier: Who Creates Jobs? Small vs. Large vs. Young. NBER Working Paper No. 16300 (August 2010, revised November 2012)

Dosažitelné na: http://www.nber.org/papers/w16300.pdf?new_window=1

HAUDRÈRE, Philippe: *La Compagnie Française des Indes orientales*. (9. 1. 2007)

Dosažitelné na: http://cdigarches.free.fr/pdf/070109_La-compagnie-francaise-des-indes-orientales_site.pdf

JENSEN, Michael C. – MURPHY, Kevin J.: Remuneration: Where We've Been, How We Got to Here, What are the Problems, and How to Fix Them. *ECGI - Finance Working Paper No. 44/2004*. (July 2004)

Dosažitelné na: <http://ssrn.com/abstract=561305>

JONGH, J. Matthijs de: Shareholder Activism at the Dutch East India Company in 1622.

Dosažitelné na: http://millstein.som.yale.edu/sites/millstein.som.yale.edu/files/Shareholder%20Activists%20in%20the%20Dutch%20East%20India%20Company%201622_0.pdf

- KNIEPS, Günter: Privatisation of Network Industries in Germany. *Conference Paper* (2003)
Dosažitelné na <http://www.cesifo-group.de/portal/pls/portal/docs/1/1189218.PDF>
Publikováno v KÖTHENBÜRGER, Marko –SINN, Hans-Werner – WHALLEY, John (eds.): *Privatization Experiences in the European Union (CESifo Seminar Series)*. The MIT Press (2006)
- KOLLEWE, Julia: AstraZeneca boss David Brennan quits under pressure from investors. [*The Guardian – on line*] (26. 4. 2012)
Dosažitelné na: <http://www.guardian.co.uk/business/2012/apr/26/astrazeneca-boss-quits-boardroom-coup?intcmp=239> [on-line 27. 11. 2012]
- KOLLEWE, Julia – TREANOR, Jill: Aviva chief executive steps down after shareholder revolt – with £1.75m payoff. [*The Guardian – on line*] (8. 5. 2012)
Dosažitelné na: <http://www.guardian.co.uk/business/2012/may/08/aviva-chief-executive-steps-down> [on-line 27.11.2012]
- KUHN, Petr: Odpověď na komentáře k „Vytěsnění minoritních akcionářů“. www.leblog.cz (8. srpna 2007)
- LANDOW, George P.: The British East India Company — the Company that Owned a Nation (or Two). [*on line – The Victorian Web: literature, history & culture in the age of Victoria*]
Viz na: <http://victorianweb.org/history/empire/india/eic.html> [ona line: 19. 9. 2013]
- LANE, Christel: Institutional Transformation and System Change: Changes in Corporate Governance of German Corporations. [*Institut für Höhere Studien (IHS), Wien – on line*], Reihe Soziologie Sociological Series No. 65 (June 2004)
Viz na: <http://www.ihs.ac.at/publications/soc/rs65.pdf>
- LARCKER, David S. – MCCALL, Allan L. – ORMAZABAL, Gaizka – TAYAN, Bryan: Ten Myth of „Say on Pay“. *Rock Centre of Corporate Governance, Closer Look Series No. CGRP-26* (June 28, 2012)
Dosažitelné na: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2094704 [on-line 2. 12. 2012]
- NENOVA, Tatiana: The Value of Corporate Votes and Control Benefits: A Cross Country Analysis. (2000)
Dosažitelné na: http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=237809
- PISTOR Katharina – XU Chenggang: Fiduciary Duty in Transitional Civil Law Jurisdictions: Lessons from Incomplete Law Theory. *ECGI Law Working Paper*, No. 01/2002 (October 2002)
Dosažitelné na: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=343480
- QUASS, Ursula: Reich des Mittelstands – China auf Einkaufstour in Deutschland. [*The Wall Street Journal – on line*] (29. 6. 2012)
Viz na: <http://www.wsj.de/article/SB10001424052702303561504577496510744989048.html>
- RICHARD, Jacques: The victory of the Prussian railway dynamic accounting over the public finance and patrimonial accounting models (1838-1884): an early illustration of the appearance of the second stage of capitalist financial accounting and a testimony against the agency theory and the market for excuses ideologies. *Cahier de recherche n° 2006-15, Université Paris Dauphine (CEREG)* (September 2006)
Dosažitelné na http://www.cereg.dauphine.fr/cahiers_rech/cereg200615.pdf
- SLOT, B. J. – VAN HOOFF, M. C. J. C. – LEQUIN, F.: Notes on the use of the VOC archives. *In: Introduction to the Archives of the Verenigde Oostindische Compagnie*. s. 57
Dosažitelné na: http://www.gahetna.nl/sites/default/files/afbeeldingen/toegangen/NL-HaNA_1.04.02_introduction-VOC.pdf
- SEIBEL, Karsten: Die Deutschen kaufen plötzlich wieder Aktien. (7. 8. 2012)
Dosažitelné na: <http://www.welt.de/finanzen/article108515313/Die-Deutschen-kaufen-ploetzlich-wieder-Aktien.html>
- STEMPEL, Jonathan – DOBBYN, Tim – ORLOFSKY, Steve: Citigroup CEO and directors sued over executive pay. *Reuters* (20. duben 2012)
Dosažitelné na: <http://www.reuters.com/article/2012/04/20/us-citigroup-pay-lawsuit-idUSBRE8315720120420> [on-line: 7. 9. 2013]
- STRINE, Leo E.: Towards a True Corporate Republic: A Traditionalist Response to Lucian's Solution for Improving Corporate America. *Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 541*. (February 13, 2006)
Dosažitelné na: <http://ssrn.com/abstract=883720>

- ostatní

1835 bis 1918: Ein Jahrhundert unter Dampf. [*Deutsche Bahn – on line*]

Viz na: http://www.deutschebahn.com/en/group/history/chronology/1835_1994.html

A Translation of the Charter of the Dutch East India Company (Verenigde Oostindische Compagnie or VOC). [*Eurostudium – on line*]

Dosažitelné na:

http://www.eurostudium.uniroma1.it/ricerche/didattica/strumenti_didattici/fonti/600/VOCengvers.pdf

Bank of England: Index to the Book of Subscriptions 1694. [*Bank of England – on line*]

Dosažitelné na: http://www.bankofengland.co.uk/about/Documents/pdfs/bankstock_transcript.pdf [on line 19. 9. 2013]

Chief executives' pay: What the boss pockets. [*The Economist – on line*] (12. listopad 2008)

Viz: <http://www.economist.com/node/12586793>

Company of Royal Adventurers of England Trading with Africa and successors: Records. [*The National Archives – on line*]

Viz na: <http://www.nationalarchives.gov.uk/catalogue/displaycataloguedetails.asp?CATLN=3&CATID=12654&i=1>

Češi se vyhýbají akciím, nejvíce peněz mají v bankách [*E15 – on line*] (21. 7. 2013)

Viz na: <http://zpravy.e15.cz/byznys/finance-a-bankovnictvi/cesi-se-vyhybaji-akciim-nejvice-penez-aji-v-bankach-1007989> [on-line: 30.8.2013]

Čína skupuje „Mittelstand“ - německé střední podniky. [*E15 – on line*] (5. 9. 2012)

Viz na: <http://zpravy.e15.cz/zahranicni/ekonomika/cina-skupuje-mittelstand-nemecke-stredni-podniky-911197>

Germany: Mitbestimmung (Co-determination). [*Eurofound – on line*]

Viz na: <http://www.eurofound.europa.eu/emire/GERMANY/CODETERMINATION-DE.htm>

Geschichte. [*Deutsche Post DHL – on line*]

Viz na: http://www.dpdhl.com/de/ueber_uns/geschichte/geschichte_ohne_flash.html

La Compagnie des Indes en France. [*Musée de la Compagnie des Indes – on line*]

Viz na: http://musee.lorient.fr/La_Compagnie_des_Indes.2774.0.html

Litigation Releases. [*U. S. Securities and Exchange Commission – on line*]

Viz na: <http://www.sec.gov/litigation/litreleases.shtml>

Měnově politické nástroje. [*Česká národní banka – on line*]

Viz na: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/

Oděvní firma Lacoste mění majitele. [*E15 – on line*] (5. 9. 2012)

Viz na: http://zpravy.e15.cz/byznys/obchod-a-sluzby/odevni-firma-lacoste-meni-majitele-926803#utm_medium=selfpromo&utm_source=newsletter&utm_campaign=ekomail

The Boss and Everyone Else. [*The New York Times – on line*] (1. 5. 2012), s. A26

Dosažitelné na: <http://www.nytimes.com/2012/05/02/opinion/the-boss-and-everyone-else.html> [on-line 27. 11. 2012]

The BT family tree. [*BT – on line*]

<http://www.btplc.com/Thegroup/BTsHistory/TheBTfamilytree/index.htm> [on line 16. 9. 2013]

The Railways Act and the Grouping, 1920-1923. [*The University of York, Institute of Railways Studies and Transport History – on line*] (February 2003)

Viz na: <http://www.york.ac.uk/inst/irs/irshome/features/readings/archive/grouping.htm>

http://en.wikipedia.org/wiki/Rhenish_Railway_Company (Autor této práce odkazuje na Wikipedii jakožto zdroj s jistou opatrností – nepodařilo se mu dohledat primární zdroje, které by potvrdzovaly výše uvedené rozložení procentuálních podílů ve společnosti. Nicméně základní informaci, tj. angažovanost bankéřské rodiny Oppenheimerů, potvrzují i další zdroje, např.:

http://www.oppenheim.de/deen/company_history/sal_oppenheim_history_in_brief.htm)

Soudní rozhodnutí

Česká republika

Nález Ústavního soudu sp. zn. **III. ÚS 686/02**

Nález Ústavního soudu sp. zn. **I. ÚS 260/06**

29 Cdo 4712/2007 – spisová značka rozhodnutí Nejvyššího soudu České republiky

8 As 57/2006 – spisová značka rozhodnutí Nejvyššího správního soudu

2 Ans 4/2009 – spisová značka rozhodnutí Nejvyššího správního soudu

3 Ads 119/2010 – spisová značka rozhodnutí Nejvyššího správního soudu

Spojené státy americké

Cede & Co. v. Technicolor, Inc. [Del. Supr. 634 A.2d 345 (1993)] – rozhodnutí Nejvyššího soudu státu Delaware publikovaný v *Atlantic Reporter*, Vol. 634, série 2d, stránka 345 a násl.)

East India Company v. Thomas Sandys (zkráceně: Sandys)

Rozhodnutí SUPREME COURT OF THE STATE OF NEW YORK, COUNTY OF NEW YORK: COMMERCIAL DIVISION, Index No. 401620/04 (PEOPLE OF THE STATE OF NEW YORK by ELIOT SPITZER, the Attorney General of the State of New York, *Plaintiff*, --against-- RICHARD A. GRASSO, KENNETH G. LANGONE, and THE NEW YORK STOCK EXCHANGE, INC., *Defendants*. // RICHARD A. GRASSO, *Cross-Claim Plaintiff*, --against-- THE NEW YORK STOCK EXCHANGE, INC. and JOHN REED, *Cross-Claim Defendants*.), ze dne 18. října 2006

Salomon v A Salomon & Co Ltd [1897] A. C. 22 (zkráceně: Salomon v Salomon)

Standard Oil Co. of New Jersey v. United States, 221 U.S. 1 (1911)

Spolková republika Německo

3 StR 470/04, BGH, 25. 12. 2005 – *Urteil* (rozhodnutí) *Bundesgerichtshof* ze dne 25. prosince 2005

Oficiální dokumenty, zprávy a oznámení

Annual Meeting Proxy Statement. *Caterpillar Inc.* (2. května 2013), s. 44, 55

Dosažitelné na: <http://www.caterpillar.com/investors/financial-information/proxy-statement>

Vládní návrh na vydání zákona o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích. *Sněmovní tisk* č. 363/0, Parlament České republiky, Poslanecká sněmovna, VI. volební období 2010-2013 (2011)

Executive pay: Shareholder voting rights consultation. *Department for Business, Innovation and Skills*. (březen 2012)

Dosažitelné na: <http://www.bis.gov.uk/assets/biscore/business-law/docs/e/12-639-executive-pay-shareholder-voting-rights-consultation> [on-line 27. 11. 2012]

Form 8-K (United States Securities and Exchange Commission). *General Motors Company* (23. července 2009)

Dosažitelné na: <http://www.gm.com/company/investors/sec-filings.html>

Litigation Release No. 20055 / March 26, 2007. [*U. S. Securities and Exchange Commission – on line*]

Viz na: <http://www.sec.gov/litigation/litreleases/2007/lr20055.htm>

Litigation Release No. 21491 / April 19, 2010. [*U. S. Securities and Exchange Commission – on line*]

Viz na: <http://www.sec.gov/litigation/litreleases/2010/lr21491.htm>

OECD Principles of Corporate Governance (2004)

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

Royal Charter of the Hudson's Bay Company. [*Hudson's Bay Company – on line*]

Viz na: <http://www.hbcheritage.ca/hbcheritage/collections/archival/charter/charter.asp>

SARTORIUS, Emmanuel – SERRIS, Jacques: Rapport, A Monsieur le Ministre du Redressement productif sur la situation de PSA Peugeot Citroën. *Ministère du Redressement productif N° 2012/019/CGEJET/SG* (11 septembre 2012)

Dosažitelné na: <http://www.lefigaro.fr/assets/pdf/092.pdf>

The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making (Final Report) July 2012, s. Dosažitelné na: <http://www.bis.gov.uk/assets/biscore/business-law/docs/k/12-917-kay-review-of-equity-markets-final-report.pdf>

The Large and Medium-sized Companies and Groups (Account and Reports) Regulations 2008 No. 410 (Schedule 8, Part 3). Statutory Instruments 2008 No. 410.

The London Gazette, No. 5859 (11. - 14. 6. 1720)

The London Gazette, No. 5879 (20. - 23. 8. 1720)

The UK Corporate Governance Code. Financial Reporting Council (September 2012)

Dosažitelné na: <https://frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Corporate-Governance-Code-September-2012.aspx>

Vládní návrh na vydání zákona, kterým se mění zákon č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů, ve znění pozdějších předpisů, a některé další zákony. *Sněmovní tisk* č. 402/0. Parlament České republiky, Poslanecká sněmovna, IV. volební období 2002-2006 (2003)

Dosažitelné na: <http://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?O=4&CT=402&CT1=0>

Resumé

Disertační práce zkoumá téma rozptýleného vlastnictví akcií, v rámci čehož se zabývá faktem, že globálně existují vedle sebe dva různé systémy správy akciových společností – systém založený na koncentrovaném vlastnictví a systém založený na rozptýleném vlastnictví.

První částí je úvod k disertační práci, jemuž předchází poznámky k terminologii a technickému zpracování.

Druhá část disertační práce je zaměřena na historii společností a velkých ekonomických entit od starověkého Říma přes středověkou Evropu až do moderní doby. Ekonomické entity a společnosti, včetně akciových společností, jsou nejen popsány, ale je rovněž vysvětlena jejich geneze, podstata a vývoj, taktéž metody vzniku akciové společnosti – na základě charty a později registrace. Pozornost je také věnována vztahu mezi státem a akciovými společnostmi a symbióza obou v oblasti monopolu, veřejných financí, atd. Význam první regulace akciových společností je rovněž zahrnut.

Třetí část disertační práce je zaměřena na fenomén rozptýleného vlastnictví. Správa velkých akciových společností je popsána a analyzována, včetně jevů souvisejících se správou akciových společností, včetně problému agentury, investorské struktury a existence obou systémů správy akciových společností, tj. systému rozptýleného vlastnictví a systému koncentrovaného vlastnictví. Souvislost mezi vlastnickou strukturou, systémem správy akciových společností a rozvinutostí ekonomiky je předložena. Shrnuty jsou rovněž uváděné nepravdivé příčiny existence obou systémů vlastnictví – sociální kapitál, historické zkušenosti jednotlivých zemí, politická ideologie, kulturní bariéry, psychologické důvody a velikost trhu.

Zvláštní pozornost je věnována právním předpokladům pro rozptýlené vlastnictví (čtvrtá část disertační práce). Vedle významu právní regulace obecně, je porovnáno *common law* (anglosaský systém práva) s *civil law* (kontinentální systém práva), popsána angažovanost státních orgánů. Obšírně jsou analyzovány rozdíly v korporátním právu – monistický versus dualistický model,

spolurozhodování zaměstnanců, fiduciární (svěřenecké) povinnosti, prolomení omezeného ručení (propíchnutí korporátního hávu), fundamentální změny v korporátní struktuře a úloha správní rady a nezávislých direktorů. Detailní pozornost je zaměřena na odměňování manažerů – reformní tendence, Dodd-Frankův zákon, vyslovování se k odměnám.

Také vliv ostatních odvětví práva na rozptýlení akcií je znatelný. Byly zkoumány tyto odvětví práva: finanční právo, právo hospodářské soutěže, insolvenční právo, pracovní právo a právo sociálního zabezpečení, správní právo a trestní právo.

Závěrečné výstupy vědeckého zkoumání jsou následující. Existence obou systémů správy akciových společností, tj. systému rozptýleného vlastnictví a systému koncentrovaného vlastnictví, je smysluplná a odůvodnitelná. Oba systémy existují ve vzájemné symbiózy. Nicméně, systém rozptýleného vlastnictví má velký význam pro vytváření velkých ekonomických entit. Avšak, systém rozptýleného vlastnictví je náročnější na právní i neprávní prostředí. Pro prosperitu rozptýleného vlastnictví je nezbytné provádět aktivní kroky. Ačkoli se systém rozptýleného vlastnictví může rozšířit i bez právní regulace, pro jeho zdárné rozvíjení a další prospívání je důležitá právní regulace, která pozitivně ovlivní jeho existenci, respektive mu v existenci nebude překážet.

Odvětví korporátního práva se jeví jako klíčové v podporování rozptýleného vlastnictví, přičemž význam správného naplňování fiduciárních (svěřeneckých) povinností byl zdůrazněn. Správná funkce soudů a dalších státních orgánů je klíčová ve vymáhání povinnosti loajality.

Následující návrhy *de lege ferenda* lze doporučit v oblasti manažerského odměňování – změnou právní úpravy umožnit, aby správní orgány mohly stanovovat odměny svým členům a zároveň utužit povinnosti v informačních povinnostech o odměňování a tím zvýšit transparentnost těchto odměn.

Summary

The dissertation examines the topic of the dispersed ownership of shares and deals with the fact that globally two different systems of corporate governance – a system based on concentrated ownership and a system based on dispersed ownership coexist.

The first part of the dissertation is an introduction to the dissertation, preceded by notes on terminology and technical processing.

The second part of the dissertation focuses on the history of companies and large economic entities from Ancient Rome through medieval Europe to modern times. Economic entities and companies, including joint stock companies (corporations), are not only described, but also their origins, nature and evolution are explained, as well as the method of formation of corporations – based on the Charter and later registration. Attention is also paid to the relationship between the state and corporations and the symbiosis of both as far as monopoly, public finance, etc are concerned. The importance of the first regulation of joint stock companies is also included.

The third part of the dissertation focuses on the phenomenon of dispersed ownership. Governance of large corporations is described and analyzed, including phenomena related to the corporate governance, including the agency problem, investor structure and the existence of two systems of corporate governance, i.e. the dispersed ownership system and the concentrated ownership system. The relationship between the ownership structure, system of corporate governance and development of economy is presented. The presented non-legal reasons for the existence of two systems of corporate governance are also summarized – social capital, historical experience of individual countries, political ideology, cultural barriers, psychological reasons and market size.

Particular attention is paid to the legal preconditions for the dispersed ownership. Besides dealing with the importance of legal regulation in general, common law (Anglo-Saxon system of law) and civil law are compared (continental system of law), and involvement of state bodies is described. The differences in law

of corporations (company law) are extensively analyzed – a one-tier model versus a two-tier model, co-determination, fiduciary duties, the disregard of corporate entity (piercing of corporate veil), fundamental changes in corporate structure and the role of the board and independent directors. Detailed attention is focused on executive pay (remuneration/compensation) – reform efforts, Dodd-Frank Act, Say-on-Pay.

Also the influence of other branches of law on the dispersion of ownership is perceptible. These branches of law were examined: finance law, competition law, insolvency law, labor law and social security law, administrative law and criminal law.

The final outcomes of scientific research are as follows: The existence of both systems of corporate governance, i.e. of the dispersed ownership system and the concentrated ownership system, are meaningful and justifiable. Both systems exist in a mutual symbiosis. Notwithstanding, the dispersed ownership system is of great importance for the creation of large economic entities. However, the dispersed ownership system is more demanding on both legal and non-legal environment. It is necessary to take active steps for the prosperity of the dispersed ownership system. Although the dispersed ownership system can spread even without any legal regulation, for its successful development and further thriving such legal regulation is important which will positively affect its existence, or will at least not hinder its existence.

The branch of corporate law appears to be crucial in promoting the dispersed ownership; the importance of proper implementation of fiduciary duties was emphasized. The proper function of the courts and other state bodies is crucial in enforcing the duty of loyalty.

The following proposals *de lege ferenda* can be recommended in the area of executive pay – through a change in legislation to allow the board to fix the remuneration (compensation) of directors and at the same time to strengthen the disclose requirements on remuneration (compensation) and thus increase the transparency of this remuneration (compensation).

Vysvětlivky

ⁱ V českém překladu díla Adama Smithe je termín „*regulated company*“ překládán jako „statutární společnost“.

[SMITH (2001) s. 651 a násl.]

Avšak tento překlad není vhodný mimo jiné taktéž proto, že pojmem „*statutory companies*“ jsou v současné době označovány společnosti, které vznikly přímo ze zákona, nikoli registrací na základě zákona.

* * *

ⁱⁱ Jsou uváděny i jiné mírně odlišné názvy, které však obsahově vystihují totéž, jako například: *The Merchant Adventurers for the Discovery of Lands, Countries, Isles, &c., not before known to the English*.

[BRUCE I (1810) s. 106]

* * *

ⁱⁱⁱ Nizozemská republika byl stát existující mezi roky 1581 a 1795, jehož oficiální název byl *Republiek der Zeven Verenigde Nederlanden*, resp. *Republiek der Zeven Verenigde Provinciën*. Alternativní další zkrácené názvy byly *Verenigde Provinciën* (Spojené provincie), *Foederatae Belgii Provinciae* (Federace nizozemských provincií) anebo *Belgica Foederata* (Nizozemská federace).

* * *

^{iv} Charta je souhrnný pojem používaný v textu této práce pro základní, a zároveň zakladatelský, dokument. V anglických textech lze kromě pojmu *charter* (charta) nalézt i další pojmy, které se s pojmem *charter* částečně, a v některých případech i zcela, kryjí. Jde o tyto pojmy (vpravo je uveden český překlad, který nemusí být vždy přesný a vyhovující):

<i>privilege</i>	privilegium
<i>grand</i>	garance
<i>patent</i>	patent

[BRUCE I (1810) s. 9, 115, 131]

Inkorporace se pak vyjadřovala slovy „a Body Corporate and Politick“ [viz charta *East India Company*], „one Body Corporate and Politique“ [viz charta *Hudson's Bay Company*] nebo „one Body Politick and Corporate“ [viz charta *Bank of England*].

V moderní angličtině pak starší pojem charta částečně pokrývají pojmy:

<i>deed of settlement</i>	zakládací smlouva (UK 1856)
<i>articles of incorporation</i>	články inkorporace (USA)
<i>certificate of incorporation</i>	certifikát inkorporace (USA, UK)
<i>articles of association</i>	články asociace (UK)

Pro rakouskou Ostend Company byl císařem podepsán dokument začínající slovy: *Lettres Patentes d'Octroi* [DU MONT VIII (1731) s. 44-50]

Základní dokument nizozemské východoindické společnosti byl označen jako:

<i>octrooi</i>	charta
----------------	--------

V českém právu má akciová společnost dva dokumenty s názvem:

zakladatelská smlouva
stanovy

Společnost s ručením omezeným (s.r.o.) podle českého práva má pouze jeden dokument s názvem: společenská smlouva

Společenskou smlouvu u s.r.o. lze měnit a doplňovat. U akciových společností lze měnit a doplňovat pouze stanovy, které jsou smlouvou *sui generis*. Zakladatelská smlouva se stává po vzniku akciové společnosti „mrtvým“ dokumentem.

Podobný systém dvou dokumentů mělo i Spojené království do roku 2009, kdy v důsledku nabytí účinnosti *Companies Act 2006* tento systém opustilo. Dnešní *memorandum of association* odpovídá svým obsahem i funkcí přibližně našemu návrhu na zápis společnosti do obchodního rejstříku.

[MAYSON – FRENCH – RYAN (2011) s. 75-76]

Americký systém je založen sice také na dvou dokumentech. Zakladatelský dokument, který částečně plní i funkci stanov, se nazývá zpravidla jako *articles of incorporation* (např. v delawarské jurisdikci). Tento dokument schvalují akcionáři a tito jej mohou také měnit a doplňovat. Nicméně tento zpravidla jednostránkový dokument obsahuje pouze základní identifikační znaky společnosti, počet autorizovaných akcií a místo registrace (jurisdikci). Druhý dokument – *bylaws* – schvaluje, mění a doplňuje správní rada. Tento dokument obsahuje podstatnou část náležitostí stanov podle českého práva: počet direktorů, způsob volby, délku volebního období, svolávání valných hromad, vnitřní fungování správní rady, usnášednost, atd. Proto se také termín *bylaws* překládá někdy jako „stanovy“ a někdy jako „jednací řád“.

Anglický termín *letters patent* pak znamenal typ právního předpisu, který vydával panovník o své vůli, na základě svého privilegia. Anglický panovník tedy původně mohl vydat chartu prostřednictvím *letters patent*, později byla charta vydávána na základě určitého zákona parlamentu (*act*), ke kterému dal panovník pouze svůj souhlas (*royal assent*). Společnost pak tedy vznikla až dnem, ve kterém byl udělen královský souhlas.

* * *

v V originálním zdroji je použit termín *reconstituted*. Podle některých zdrojů byla původní společnost *Company of Royal Adventurers of England trading with Africa* předchůdkyní společnosti *Royal African Company of England*.

[PINCUS (2009) s. 375]

Lze tedy na věc nahlížet i tak, že v roce 1672 došlo k ukončení existence původní „africké společnosti“ a zároveň začala existovat nová „africká společnost“.

* * *

vi V roce 1623 guvernér Nizozemské východoindické společnosti v Amboyna (resp. Amboina, dnes Ambon) na Molukách (dnešní Indonésie) nechal uvěznit devět Japonců (japonských vojáků ve službách Nizozemců), podrobil je tortuře a vytěžil z nich výpověď, že vedoucí anglický zástupce v Amboyna, společně s dalšími Angličany, připravoval převrat za účelem vypuzení Nizozemců z ostrova. Guvernér následně uvěznil deset Angličanů a po tvrdé tortuře získal jejich „doznání“ o osnování převratu. Devět Japonců a deset Angličanů společně s jedním Portugalcem bylo poté popraveno. Případ dostal v Anglii název „Amboyna Massacre“ a jítřil vztahy mezi Nizozemskem a Anglií až do roku 1654, kdy Nizozemci odškodnili anglickou Východoindickou společnost a rodiny (dědice) po obětech „masakru“.

[BRUCE I (1810) s. 246-249; HUNTER (1919) s. 383-434]

* * *

vii K roku 1715, ve kterém zemřel Ludvík XIV., se vztahují následující čísla (v miliónech livres):

Veřejný dluh:	3 000
Příjmy státu:	145
Výdaje státu:	142

Převod měn: £ 1 = 24 livres

[MACKAY I. (1841), s. 15]

* * *

viii Přesný název: *Act for better securing certain Powers and Privileges, intended to be granted by His Majesty by Two Charters, for Assurance of Ships and Merchandise at Sea, and for lending Money upon Bottomry; and for restraining several extravagant and unwarrantable Practices therein mentioned*, číslo (označení) 6 George I. c. 18

* * *

ix Zákony, které regulovaly akciové společnosti ve Spojeném království, od roku 1844 do současnosti:

Joint Stock Companies Act 1844
 Limited Liability Act 1855
 Joint Stock Companies Act 1856
 Joint Stock Companies Act 1857
 Companies Act 1862
 Companies Act 1867
 Companies Act 1900
 Companies Act 1907
 Companies Act 1928
 Companies Act 1929
 Companies Act 1948
 Companies Act 1980
 Companies Act 1981
 Companies Act 1985
 Companies Act 2006

* * *

* Přehled velkých společností v jednotlivých odvětvích

Technologicky sofistikovanému odvětví výroby velkých letadel jednoznačně dominují dva velcí výrobci, kteří ovládají globální trh, a to francouzsko-německá společnost *EADS* a americká společnost *Boeing*, přičemž společnost *EADS* jedná o další možné fúzi se společností *BAE Systems*, která je jednou z velkých společností z vojenskoprůmyslového sektoru, vyrábějící zbraně včetně vojenských letadel. Ruská společnost *Объединенная авиастроительная корпорация*^x je třetím a posledním v klubu výrobců velkých letadel.

Technologicky nejnáročnější část u obřích letadel je jednoznačně proudový motor letadla. Společnosti, které jsou schopny v této oblasti konkurovat, jsou celosvětově, s pomínutím ruského výrobce, v podstatě pouze čtyři – *General Electric*, *Rolls-Royce*, *United Technologies (Pratt & Whitney)* a *Safran (Snecma)*. Čína, respektive její ekonomické entity, nejsou schopny v současné době tento technologicky velmi sofistikovaný produkt vyrobit, navzdory tomu, že se o to snaží a posiluje v tomto směru i vědecký výzkum.

Farmaceutický průmysl je dalším vhodným příkladem vysoce sofistikovaného odvětví. Farmaceutický průmysl je odvětvím, ve kterém v posledních desetiletích proběhla smršť fúzí a akvizic. Stačí se podívat na historii velkých farmaceutických společností, která je plná vzájemného spojování farmaceutických společností. Například společnost *GlaxoSmithKline* vznikla v podstatě během jedné dekády z pěti relativně velkých, původně samostatných, farmaceutických společností a několikanásobně se tak zvětšila. Do skupiny velkých farmaceutických společností, zároveň schopných provádět vlastní výzkum, lze v současné době zahrnout zejména těchto třináct společností: *Pfizer*, *Novartis*, *Sanofi*, *GlaxoSmithKline*, *AstraZeneca*, *Roche*, *Merck*, *Abbott Laboratories*, *Novo Nordisk*, *Bristol Myers Squibb*, *Johnson & Johnson*, *Bayer* a *Eli Lilly*. Vzájemnému spojování farmaceutických společností však nemusí být ještě zdaleka konec. Jedním z významných důvodů pro další integraci je silný synergický efekt v tomto odvětví pomáhající snižovat stále se zvyšující náklady na vývoj nových léčiv.

V odvětví výroby automobilů je subjektů taktéž více, podobně jako u farmaceutického průmyslu. Velkých automobilek je jedenáct: *Toyota*, *General Motors*, *Volkswagen*, *Ford*, *Fiat (+ Chrysler)*, *Daimler*, *BMW*, *Renault (+ Nissan)*, *Peugeot*, *Hundai* a *Honda*. Nicméně současný počet automobilek se z hlediska tlaku, který na tento sektor vytváří současná nedobrá ekonomická situace, jeví jako příliš velký. Proto se automobilky, mimo proces majetkového propojení v rámci fúzí a akvizic, spojují i do takzvaných aliancí, existujících na smluvním základě.

Dalším odvětvím, které v nedávné době prodělalo vlnu fúzí a akvizic je odvětví železa a oceli. První tři hráči, kteří dominují tomuto sektoru v části světa se svobodným obchodem, jsou společnost *ArcelorMittal* společně se společností *Nippon Steel & Sumitomo Metal*, která byla vytvořena fúzí k 1. říjnu 2012, a společností *POSCO*. Nicméně v tomto technologicky méně náročném odvětví jsou prvním třem globálními hráčům zdatnými konkurenty čínské ekonomické entity (např. *Hebei Group* nebo *Baosteel*).^x

V odvětví produkce piva, dnes již globálně oblíbeného nápoje, došlo po vlně fúzí a akvizic k jednoznačné dominanci čtyř pivovarnických společností: *Anheuser-Busch InBev*, *SabMiller*, *Heineken* a *Carlsberg*, které dohromady drží více než polovinu globálního trhu s pivem.^x Až s velkým odstupem následuje v pořadí pátá pivovarnická společnost, a to čínská společnost *Tsingtao*. Odvětví piva je oblastí, ve které Čína, respektive čínská vláda, nebrání vstupu zahraničních subjektů na čínský trh. Zahraniční společnosti mohou taktéž skupovat původní čínské společnosti a pomocí těchto akvizic zvětšovat svůj tržní podíl na čínském trhu s pivem.

V odvětví výroby nealkoholických nápojů pak celosvětově dominují společnosti *Coca-Cola* a *Pepsi*, ve výrobě „solistikovaných“ potravin (čokoláda, cukrovinky, káva) pak dominují společnosti *Nestlé* a *Kraft Foods*.

V odvětví těžby nerostných surovin, těžbu ropy z toho vyjímaje, je pět vedoucích subjektů (*Rio Tinto*, *BHP Billiton*, *AngloAmerican*, *Vale*, *Xstrata* (tato jedná o spojení se společností *Glencore*). Za nimi pak následuje čínská státní společnost *China Shenhua Energy*.

Ve výčtu integrací bychom mohli pokračovat. Počet významných výrobců elektrické energie v Evropě se ustálil, patrně pouze dočasně, na čísle osm (*EDF*, *RWE*, *E.on*, *Enel*, *Iberdrola*, *Vattenfall*, *GDF Suez*, *ČEZ*, *Statkraft*). V Evropě došlo k přibrzdění dalšího integrování, což bylo způsobeno jednak špatným ekonomickým vývojem, avšak také neochotou evropských vlád k přeshraničnímu integrování energetického sektoru. Část evropských elektrárenských společností však expanduje i do zámoří (např. *Iberdrola* do Jižní Ameriky).

V sektoru telekomunikací v Evropě jsou čtyři telekomunikační operátoři, kteří si svou velikostí udržují odstup od ostatních telekomunikačních operátorů, a to jak v oboru pevných (fixních) linek, tak i v oboru mobilních telekomunikací: *Telefónica*, *Vodafone*, *Deutsche Telekom*, *France Telecom*.^x

Ve výčtu integrací vedoucích k další a další globální koncentraci bychom mohli pokračovat (například v odvětví chemických produktů existují v podstatě čtyři významní globální hráči – *Basf*, *Bayer*, *Du Pont* (zkrácený název) a *Dow Chemical*).

* * *

^{xi} V tabulce počty hlasů (*voting rights*) akcionářů vypadaly v roce 1698 následovně:

1 hlas	pro	£ 500	akcionářského kapitálu (<i>stock</i>).
2 hlasy	„	£ 1 000	„
3 „	„	£ 2 000	„
4 „	„	£ 3 000	„
5 „	„	£ 4 000	„
a žádný více.			

[SCOTT III (1911) s. 465]

* * *

^{xii} Pro výklad ustanovení článku 41 bodu 1. uvedené směrnice je lepší uvést anglické znění tohoto ustanovení: „Each public-interest entity shall have an audit committee. The Member State shall determine whether audit committees are to be composed of non-executive members of the administrative body and/or members of the supervisory body of the audited entity and/or members appointed by the general meeting of shareholders of the audited entity. At least one member of the audit committee shall be independent and shall have competence in accounting and/or auditing.”

* * *

^{xiii} **Obranné mechanismy před převzetím**

- *ex ante*

(1) Nehlasující akcie (*Non-Voting Stock*)

Emise „nehlasujících akcií“, které se nabízejí veřejnosti, zatímco akcie se kterými je spojeno hlasovací právo drží zpravidla rodina či zakladatel.
(*Ford*)

(2) Omezení hlasovacích práv úpravou stanov.

(*Peugeot*, *Endesa*)

- (3) Jedovaté pilulky (*Poison Pills*)
Ustanovení stanov, která například umožní poté, co nějaký subjekt získá určité procento akcií, emitovat nové akcie stávajícím akcionářům tak, aby se sezbíraný balík akcií rozředil.
- (4) Rozfázovaná správní rada (*Staggered Board of Directors*)
Správní rada je volena po třetinách, zpravidla každý jedna třetina.
(dříve *Caterpillar*)
- **ex post**
- (5) Bílý rytíř (*White Knight*)
Poté, co se objeví nájezdník, vedení cílové společnosti najde subjekt, který učiní (konkurenční) nabídku převzetí.
(*Severstal – Arcelor*)
- (6) Bílý pěšák (*White squire*)
Podobný jako bílý rytíř, avšak bílý pěšák se snaží cílovou společnost uchránit pomocí nákupu pouze významného menšinového podílu.
(*Enel – Endesa*)
- (7) Prodej rodinného stříbra (*Crown Jewel Defence*)
Společnost se snaží ochránit prodejem aktiv, která jsou pro nájezdníka zajímavá.
(*Mannesmann*)
- (8) Obrana protinabídkou návrhem převzetí (*Pac-Man Defence*)
Cílová společnost posílí například spojenectvím s dalším subjektem anebo úvěrem a čelí nájezdníkovi protinabídkou převzetí.
(*Société-Generale versus BNP*)

Obranné mechanismy byly a jsou využitelné i v českém prostředí, nicméně, zde boje o korporátní kontrolu probíhaly (v devadesátých letech 20. století) téměř výhradně cestou skupování akcií na burze.
[ČERNÁ (1996) s. 18-19]

* * *

xiv Případ Endesa

Gas Natural se pokusil převzít *Endesu*, ale byl jí samou odmítnut (nízká nabízená cena). Poté podal nabídku *E.on* (21. 11. 2006) – min. 50,01% + změna stanov, poté ji zvýšil (2. 2. 2007 *E.on* nabídl €38.75 za každou akcii *Endesy*), *Gas Natural* se stáhnul. Akcionáři byli nabídce nakloněni. Správní rada *Endesy* přestala vzdorovat nabídce a 6. 2. 2007 svolala valnou hromadu (na 20. 3. 2007), na které mělo dojít ke změně stanov – odstranění „jedovatých pilulek“ (zejména omezení hlasovacích práv).

Valná hromada se však nekonala, protože před předpokládaným datem jejího konání *Enel* oznamuje, že má nakoupen podíl v *Endese* (cca 10%). *E.on* ustupuje a svolání valné hromady je odvoláno. Následně dochází k dohodě mezi *E.onem* a *Enelem* o získání *Endesy Enelem* (říjen 2007) za cca € 42.5 mld. a prodeji části aktiv *Enelu* (+ části aktiv *Endesy*) *E.onu*. Po dalším vývoji *Enel* měl v *Endese* 92%.

* * *

^{xv} Dodd-Frankův zákon o reformě Wall Street a o ochraně spotřebitelů (*Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*). Původní sněmovní tisk měl označení *H.R. 4173*. Zákon obdržel kongresové číselné označení *Public Law 111-203*. Dne 21. července 2010 zákon podepsal americký prezident Barack Obama a tím se zákon schválený oběma komorami amerického Kongresu stal platným právem. Identifikace zákona v *United States Statutes at Large* (americká obdoba české Sbírký zákonů) je *124 Stat. 1375*.

Oficiální plný (dlouhý) název tohoto Dodd-Frankova zákona zní „An Act to promote financial stability of the United States by improving accountability and transparency in the financial system, to end »too big to fail«, to protect the American taxpayer by ending bailouts, to protect consumers from abusive financial services practices, and for other purposes.“, tedy v překladu je to „zákon, jehož účelem je zvýšit finanční stabilitu Spojených států, a to posílením odpovědnosti a transparentnosti finančního systému,

ukončit „*too big to fail*“, chránit amerického daňového poplatníka ukončením záchranných programů, chránit zákazníky od zneužívajících praktik ve finančních službách, a zároveň zajistit další cíle.“

* * *

^{xvi} Britské zákony upravující insolvenční v posledním období:
Insolvency Act 1985
Insolvency Act 1986
Company Directors Disqualification Act 1986
Insolvency Act 2000

* * *

^{xvii} Základní právní zdroje pro rozhodování soudu byly následující:

1. zákon č. 106/1999 Sb., o svobodném přístupu k informacím
2. nález Ústavního soudu sp. zn. III. ÚS 686/02
3. nález Ústavního soudu sp. zn. I. ÚS 260/06
4. rozsudek Nejvyššího správního soudu sp. zn. 8 As 57/2006

* * *

^{xviii} Těchto pět kritérií bylo definováno:

1. způsob vzniku (zániku) instituce (z pohledu přítomnosti či nepřítomnosti soukromoprávního úkonu),
2. osoba zřizovatele (z pohledu toho, zda je zřizovatelem instituce jako takové stát či nikoli; pokud ano, jedná se o znak vlastní veřejné instituce),
3. subjekt vytvářející jednotlivé orgány instituce (z toho pohledu, zda dochází ke kreaci orgánů státem či nikoli; jestliže ano, jde o charakteristický rys pro veřejnou instituci),
4. existence či neexistence státního dohledu nad činností instituce (existence státního dohledu je přítom typická pro veřejnou instituci),
5. veřejný nebo soukromý účel instituce (veřejný účel je typickým znakem veřejné instituce).

Tato kritéria je možné transformovat do následujících pěti otázek pro zjištění, zda společnost *ČEZ* odpovídá definici veřejné instituce:

1. Vznikla společnost *ČEZ* bez přítomnosti soukromoprávního úkonu?
2. Zřídil společnost *ČEZ* stát?
3. Jsou jednotlivé orgány společnosti *ČEZ* obsazovány podle pokynů státu?
4. *Podle názoru samotného soudu v zásadě shodná s otázkou číslo 3.*
5. Zajišťuje společnost *ČEZ* veřejný účel?

* * *

^{xix} **Poznámka k zákonu o trestní odpovědnosti právnických osob a řízení proti nim**

K potření společensky závažnějších jevů pak nastupuje trestní odpovědnost právnických osob, která ve svém důsledku ovšem také míří k penalizování osob fyzických – viz zákon č. 418/2011 Sb., o trestní odpovědnosti právnických osob a řízení proti nim. Penalizovanými fyzickými osobami jsou však v rámci této odpovědnosti téměř výhradně členové těchto právnických osob, tj. akcionáři v případě akciových společností, a proto tento zákon v rámci zkoumané materie nehraje relevantní roli.

* * *

^{xx} Šlo patrně o dohodu, která se stala součástí platného právního řádu České republiky dne 12. června 2012, kdy byla ve Sbírce zákonů publikována novela trestního řádu provedená zákonem č. 193/2012 Sb., umožňující dohodu o vině a trestu (§ 175a trestního řádu).

* * *

Anotace

Dva odlišné systémy corporate governance existují vedle sebe – systém koncentrovaného vlastnictví a systém rozptýleného vlastnictví. Disertační práce je zaměřena na historii společností a velkých ekonomických entit. Pozornost je také věnována státům a společnostmi. Rovněž je rozebrána důležitost první regulace akciových společností. Správa velkých akciových společností je popsána a analyzována. Neprávní důvody pro existenci dvou systémů corporate governance jsou také shrnuty. Zvláštní pozornost je pak věnována právním podmínkám pro rozptýlené vlastnictví. Common law a civil law jsou vzájemně porovnány. Rozdíly v korporátním právu jsou široce analyzovány – spolurozhodování zaměstnanců, fiduciární (svěřenecké) povinnosti, propíchnutí korporátního hávu, správní rada a nezávislí direktori (ředitelů). Detailní pozornost je pak zaměřena na odměňování manažerů.

Klíčová slova:

rozptýlené vlastnictví akcií, akciová společnost, corporate governance

Název:

Rozptýlené vlastnictví akcií

Abstract

Two different systems of corporate governance globally coexist – the concentrated ownership system and the dispersed ownership system. The dissertation focuses on the history of companies and large economic entities. Attention is also paid to the relationship between the state and corporations. The importance of the first regulation of joint stock companies is discussed as well. Governance of large corporations is described and analyzed. The presented non-legal reasons for the existence of two systems of corporate governance are also summarized. Particular attention is paid to the legal preconditions for the dispersed ownership. Common law and civil law are compared. The differences in law of corporations (company law) are extensively analyzed – co-determination, fiduciary duties, piercing of corporate veil, board and independent directors. Detailed attention is focused on executive pay (remuneration / compensation).

Key words:

dispersed ownership of shares, company, corporate governance

English title:

Dispersed Ownership of Shares