

4. Právní předpoklady pro rozptýlené vlastnictví

4.1 Právo obecně

4.1.1 Význam právní regulace

V této části monografie 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 neexistenci dostatečných neprávních premis, alespoň do určité míry však může právo a jeho důsledné vymáhání tyto neprávní premisy nahrazovat. 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 společnost. 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 je tomu například u De Sota v případě porovnávání důvodů pro fungování (kapitalistické)

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.

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 monografie 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 rozvinuty teorie a provedeno důkladné zkoumání, v jiných nikoli, zda je ten určitý prvek znám v českém prostředí či nikoli. Oddělená pozornost pak bude věnována manažerskému odměňování.

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

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 Everxwhere Else* (2000).

DE SOTO, H.: *Mystérium 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.

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.

Za prvé, 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 (na první pohled 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, při nízké ochraně investorů, 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 (tzv. kontrolní premie).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 benefits 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 před-

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 *Ibid.*, 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.

poklady pro toto rozptýlení. Rozhodující důkaz předkládá na příkladu Spojených států a dokládá, že k rozptylování vlastnictví začalo docházet na konci 19. století, zatímco potřebná legislativa byla přijata až ve třicátých letech 20. století.²⁶⁷ Potřebnou ochranu menšinovým akcionářům poskytovali v této fázi zástupci finančních institucí, kteří zasedali v správních 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

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. 26.

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.

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 Francie především Belgie, 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 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

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.

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 precedencích 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 domino-

²⁷² *Ibid.*, s. 9.

val 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 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. Shrnuto, *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 aristo-

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.

kracie 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 korrumpovatelné.²⁷⁶ Slabé a 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

²⁷⁵ *Ibid.*, 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.

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 *Ibid.*, s. 864.

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 státních 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 (*attorneys general*), 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 je pak žaloba prokurátora státu New York proti Richardu Grassovi.²⁸² Civilní žaloba (proti excesivním odměnám) byla podána dne 24. května 2004 ministrem spravedlnosti (či generálním prokurátorem) státu New York (*NY Attorney*

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 Grassovi (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*).

General) Elliotem Spitzerem, a to po žádostech John Reeda jako 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 státních orgánů 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 intenzivně 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 neexistuje 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 akti-

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

* *Vide infra* s. 115.

vitou. 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 Grassa ve Spojených státech, která plnila funkci dohledu nad manažerskými odměnami, včetně sankcionování zatemnělých metod 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

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.

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.

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.

* *Vide infra* s. 179–184.

nadbytečné náklady, které mohou být i fiktivní, mohou v praxi zahrnovat například náklady na poradenské služby. Vylučování dokladů, účelově vystavených například 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 v České republice 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 dvojestupňový (*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 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 „nevešlí“ 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

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.

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 podle § 44 zákona č. 93/2009 Sb., o auditorech, povinný u subjektů veřejného zájmu, s výjimkou subjektů uvedených v ustanovení § 44 odst. 6 zákona o auditorech.

V ustanovení § 2 písm. m) zákona o auditorech je uvedeno, že subjekty veřejného zájmu se rozumí: „právní 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, spořitelny a úvěrní družstva, 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 převyšil 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

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 zpráva*, č. 12 (prosinec 2006), s. 8–10.

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. dává možnost členských státům přijmout úpravu vytvářet výbory pro audit z neexekutivních členů dozorčí rady,^{XIII} 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 nahlížet na výbory pro audit jako na další správní orgán, pak u „veřejných“ akciových společností systém označený *de iure* jako „monistický“ bude *de facto* systém „dualistický“ a systém označený *de iure* jako „dualistický“ bude i nadále *de facto* „trialistický“.

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

²⁹¹ *Ibid.*, s. 224.

²⁹² *Ibid.*, s. 226.