

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMICKÁ V PRAZE
Fakulta mezinárodních vztahů

Role znalce při nuceném přechodu účastnických cenných papírů

Diplomová práce



Aneta Rázlová

Vedoucí práce: **JUDr. Radim Kříž**
Uzavření rukopisu: 1. prosinec 2014

Čestné prohlášení:

Prohlašuji, že jsem tuto diplomovou vypracovala samostatně a že jsem použitou literaturu a prameny řádně vyznačila v citacích a v seznamu literatury.

V Praze dne 1. prosince 2014

.....

Aneta Rázlová

Poděkování:

Na tomto místě bych ráda poděkovala JUDr. Radimu Křížovi za odborné vedení této práce a za jeho cenné rady a připomínky. Rovněž také děkuji své rodině a přátelům za podporu v průběhu mého studia na Vysoké škole ekonomické.

Abstrakt

Role znalce při nuceném přechodu účastnických cenných papírů

Klíčová slova: squeeze-out, minoritní akcionář, přiměřené protiplnění, znalec, oceňování, DCF, fair value

Institut nuceného přechodu účastnických cenných papírů existuje v českém právním řádu od června 2005. Do dnešního dne bylo provedeno přes 780 vytěsnění, při kterých bylo v rámci protiplnění mezi minoritní akcionáře rozděleno téměř 22 miliard Kč. Nucený přechod je poměrně kontroverzní, jelikož při něm dochází ke střetu zájmů různých skupin účastníků. Minoritní akcionáři jsou připraveni o jejich právo účasti v kapitálové společnosti, jenž je většinou doprovázené právem na podíl ze zisku společnosti. Hlavní akcionář tím ale získá možnost efektivnější správy společnosti či výrazně vyšší prodejní ceny závodu při případné fúzi. Celý proces je řádný, jen pokud je minoritním akcionářům za odnětí jejich účasti ve společnosti nabídnuto přiměřené protiplnění.

Abstract

The role of the expert during squeeze-out

Key words: squeeze-out, minority shareholder, appropriate compensation, expert, appraisal, DCF, fair value

The squeeze-out has been introduced into Czech law in June 2005. Until now, 780 squeeze-outs have been executed, during that almost 22 billion CZK have been distributed among minority shareholders. The rights of different shareholders groups are in conflict during squeeze-out which makes the whole process quite controversial. Minority shareholders' basic right to participate in the company, which is usually accompanied by the profit participation right is taken from them. On the other side, the major shareholder gets the chance of more effective company governance or the chance to sell the company in the merger for much higher sale price. The whole process is honest only if the minority shareholders receive an appropriate compensation for the termination of their participation in the company.

Obsah

<i>Seznam zkratek a pojmů.....</i>	<i>1</i>
1. <i>Úvod.....</i>	<i>2</i>
2. <i>Obecně k problematice nuceného přechodu účastnických cenných papírů</i>	<i>3</i>
3. <i>Vymezení základních pojmů</i>	<i>7</i>
3.1. <i>Nucený přechod účastnických cenných papírů</i>	<i>7</i>
3.2. <i>Účastnické cenné papíry</i>	<i>8</i>
3.3. <i>„Minoritní akcionáři“</i>	<i>9</i>
3.4. <i>Hlavní akcionář</i>	<i>9</i>
3.5. <i>Protiplnění</i>	<i>11</i>
4. <i>Analýza účinné právní úpravy nuceného přechodu účastnických cenných papírů</i>	<i>12</i>
4.1. <i>Prameny práva.....</i>	<i>12</i>
4.2. <i>Směrnice EP a Rady 2004/25/ES o nabídkách převzetí</i>	<i>14</i>
<i>Transpozice Směrnice</i>	<i>15</i>
4.3. <i>Zákon o obchodních korporacích</i>	<i>17</i>
<i>Žádost hlavního akcionáře, svolání valné hromady, pozvánka na valnou hromadu.....</i>	<i>17</i>
<i>Valná hromada.....</i>	<i>20</i>
<i>Přechod vlastnického práva</i>	<i>21</i>
<i>Odevzdání účastnických cenných papírů</i>	<i>22</i>
4.4. <i>Občanský zákoník</i>	<i>22</i>
4.5. <i>Zákon o podnikání na kapitálovém trhu</i>	<i>23</i>
4.6. <i>Srovnání se zahraniční úpravou.....</i>	<i>23</i>
5. <i>Podrobněji k protiplnění.....</i>	<i>26</i>
5.1. <i>Analýza příslušných ustanovení ZOK</i>	<i>26</i>
<i>Nutnost znaleckého posudku a dohled ČNB</i>	<i>26</i>
<i>Výplata protiplnění.....</i>	<i>29</i>
<i>Soudní přezkum a právo na dorovnání</i>	<i>31</i>
5.2. <i>Analýza Nálezu Pl. ÚS 56/05</i>	<i>37</i>
5.3. <i>Závěr ke kapitolám 3 a 4.....</i>	<i>39</i>
6. <i>Role, úkoly a zásady znalce při určení výše protiplnění.....</i>	<i>41</i>
6.1. <i>Legislativní rámec znalecké, resp. odhadcovské práce</i>	<i>41</i>
<i>Soudní znalci</i>	<i>41</i>
<i>Odhadci</i>	<i>44</i>
<i>Právní odpovědnost</i>	<i>44</i>
6.2. <i>Standards hodnoty a metody oceňování</i>	<i>45</i>
<i>Metoda DCF</i>	<i>48</i>
<i>Fair value</i>	<i>50</i>
<i>Jak dospět k fair value?</i>	<i>51</i>

6.3.	Diskonty a prémie	55
6.4.	Diskontní míra	60
6.5.	Přiměřenost protiplnění – otázka soudní, nebo právní?	64
7.	<i>Závěry a doporučení pro vypracování znaleckého posudku</i>	<i>67</i>
8.	<i>Závěr.....</i>	<i>71</i>
9.	<i>Seznam literatury</i>	<i>73</i>
	<i>Příloha č. 1 – Kritéria pro stanovení hlavního akcionáře</i>	<i>78</i>
	<i>Příloha č. 2 – Přehled řízení o udělení souhlasu</i>	<i>79</i>
	<i>Příloha č. 3 - Časové schéma vytěsnění minoritních akcionářů</i>	<i>80</i>
	<i>Příloha č. 4 – Schéma výpočtu hodnoty závodu.....</i>	<i>83</i>

Seznam zkratek a pojmů

ČNB	Česká národní banka
DCF	Discounted Cash Flow
EU	Evropská unie
IAS	International Accounting standards (Mezinárodní účetní standardy)
IFRS	International Financial Reporting Standards (Mezinárodní standardy účetního výkaznictví)
IVS	International Valuation standards (Mezinárodní oceňovací standardy)
Listina, LZPS	Listina základních práv a svobod
Metodika OCE	Informace ČNB k oceňování účastnických cenných papírů pro účely povinných nabídek převzetí, veřejných návrhů smlouvy a vytěsnění
ObčZ	Zákon č. 40/1964 Sb., občanský zákoník
OCP	Obchodník s cennými papíry
OZ	Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník
SDEU	Soudní dvůr Evropské Unie
Sell-out	Právo odkupu dle § 395 ZOK
Squeeze-out, vytěsnění, vytlačení, nucený přechod	Nucený přechod účastnických cenných papírů dle § 375 a násl. ZOK
Trestní zákoník	Zákon č. 40/2009 Sb., trestní zákoník
Veřejný návrh	Veřejný návrh na koupi nebo směnu účastnických cenných papírů dle § 322 a násl. ZOK
Zákon o nabídkách převzetí	Zákon č. 104/2008 Sb., o nabídkách převzetí
ZnalZ	Zákon č. 36/1967 Sb., o znalcích a tlumočnících
ZOK	Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích
ZoPKT	Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu

1. Úvod

Tato diplomová práce se týká institutu tzv. vytěsnění akcionářů z akciové společnosti, který se jako takový objevil v české právní úpravě v roce 2005. K vytěsnění dochází, jestliže tzv. hlavní akcionář (jež disponuje alespoň 90% podílem na základním kapitálu a hlasovacích právech ve společnosti) požádá představenstvo o svolání valné hromady, na které se rozhodne o přechodu všech zbývajících akcií (či jiných účastnických cenných papírů) na tohoto hlavního akcionáře. Minoritní akcionáři jsou nuceni se tomuto rozhodnutí podřídit, přičemž mají právo na přiměřené protiplnění.

Cílem práce je shrnout problematiku vytěsnění z pohledu právního a dále se detailně zaměřit na oblast protiplnění. V práci využiji znalosti jak z mé hlavní specializace Podnikání a právo, tak také z vedlejší specializace Oceňování podniku a jeho majetku absolvované na Fakultě financí a účetnictví. V první polovině se zaměřím na právní úpravu týkající se institutu vytěsnění, která již prošla několikerými novelizacemi. Nejprve vymezím základní pojmy s procesem vytěsnění související a poté se budu věnovat samotnému procesu squeeze-outu jednak podle časové posloupnosti jednotlivých kroků a jednak podle zákonných předpisů různé právní síly. V samostatné kapitole bude rozebrána tematika protiplnění v souvislosti se zákonným dohledem ČNB, jeho výplatou, soudním přezkumem jeho výše a právem na dorovnání.

Ve druhé části diplomové práce se budu věnovat roli znalce, který má v procesu vytěsnění významné místo. Nejdříve souhrnně popíšu zákonné mantinely jeho profese a poté již přejdu do samého jádra oceňování. Budu hledat a popisovat způsoby a postupy, jak nejobektivněji a nejkvalitněji stanovit výši protiplnění, jež minoritním akcionářům náleží. Zaměřím se na různé metody oceňování a porovnáám jejich využití a praktičnost v oblasti squeeze-outu. Významnou část textu budu věnovat srovnání se zahraniční praxí a aplikaci některých poznatků ze zahraniční výzkumné činnosti na naše poměry.

V závěru diplomové práce shrnu nejvýznamnější poznatky vyplývající z analýzy právní úpravy. Dílčím cílem celé práce je podat na závěr několik doporučení, kterými by se mohli znalci při oceňování podílů minoritních akcionářů řídit. Velmi pravděpodobně dospěju také k návrhu určité koncepční změny celé zákonné úpravy související s protiplněním.

2. Obecně k problematice nuceného přechodu účastnických cenných papírů

Proces vytěsnění je značně kontroverzní hned z několika důvodů. Předně naráží na základní právo ostatních akcionářů (disponujících méně než 10% podílem na základním kapitálu a hlasovacích právech ve společnosti¹) vlastnit podíl na společnosti. Při vytěsnění dojde k nucenému přechodu cenných papírů a akcionářům často nezbyde nic jiného, než se rozhodnutí valné hromady podřídít. Dalším sporným bodem je finanční protiplnění, které minoritním akcionářům za odkoupené akcie náleží. Je to totiž hlavní akcionář, kdo si pro stanovení přiměřené výše protiplnění najímá znalce. Naprosto logicky následuje ze strany minoritních akcionářů nařčení, že znalec pracuje a ohodnocuje akcie v zájmu hlavního akcionáře a že navržená výše protiplnění neodpovídá objektivní hodnotě akcií.

Náležité odůvodnění výše protiplnění je důležité zejména v případě akciových společností, jejichž akcie nejsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu (dále jen „nekótované akcie“), protože se v takovém případě nelze ani částečně opřít o aktuální tržní cenu akcie a striktně se vyžaduje vypracování znaleckého posudku. Při nuceném výkupu akcií obchodovaných na regulovaném trhu (dále jen „kótované akcie“) se znalecký posudek sice nevyžaduje², hlavní akcionář je však stále povinen výši protiplnění náležitě zdůvodnit. U kótovaných akcií navíc do procesu vytěsnění vstupuje Česká národní banka, jelikož dává souhlas k provedení vytěsnění a posuzuje správné zdůvodnění výše protiplnění.

Role znalce, resp. odhadce je tedy při vytěsnění zásadní a nikterak jednoduchá. Je rovněž nutné odlišovat pojmy znalec a odhadce majetku. Profese odhadce majetku je podle živnostenského zákona vázanou živností, která vyžaduje předchozí alespoň dvousemestrální vysokoškolské vzdělání v oblasti oceňování. Znalec je spíše legislativní pojem a je často chápán jako fyzická osoba vystupující nejčastěji v rámci soudního procesu. Je povinen řídit se především zákonem č. 36/1967 Sb., o znalcích a tlumočnících (dále jen „ZnalZ“). Pro účely této diplomové práce lze osobu určující výši protiplnění označit jako znalce i jako odhadce majetku, tyto dva pojmy jsou v této práci chápány totožně.

¹ Často nesprávně označování jako minoritní (či menšinoví) akcionáři. Toto označení sice převezmu, avšak následně jeho problematiku okometuji v kapitole 3.3.

² Srov. § 392 zákona o obchodních korporacích

Podmínkou řádného výkonu znalecké, resp. odhadcovské práce je dodržování určitých zásad a pravidel. Znalec by měl být hlavně objektivní a nezávislý a jeho znalecký posudek by měl být přezkoumatelný (tzn. s uvedenými zdroji dat a informací). Toto jsou obecně známé zásady, nicméně vzhledem ke kontroverznosti nuceného přechodu akcií dokonce sama ČNB vydala metodiku nazvanou OCE³, ve které deklaruje kritéria, podle nichž při svém výkonu dohledu posuzuje práci znalce a zdůvodnění přiměřenosti protiplnění. Metodika OCE tedy svým způsobem napovídá, která pravidla a metody by znalci měli bezpodmínečně dodržovat, aby nemohla být napadnuta jejich nestrannost a objektivnost.

Znalecká práce je v České republice poměrně mladá, vývoj aktuálních metod a postupů oceňování začal teprve na začátku 90. let. V současnosti se čeští znalci snaží držet krok se zahraničím a některé metody dále rozvíjet. Oproti tomu bylo z právního hlediska ke zvolenému tématu v české literatuře již napsáno mnoho a jednotlivé dílčí otázky detailně rozebrány. České soudy se problémem vytěsnění zabývaly ve všech instancích, včetně Ústavního soudu. Soudní rozsudky i nálezy Ústavního soudu již byly podrobně analyzovány. Zákonná úprava se ani po rekodifikaci nijak zásadně nezměnila, došlo pouze k několika dílčím změnám a k nahrazení některých pojmů pojmy novými, tak jak je nastavuje nový občanský zákoník (dále jen „OZ“).

Použití závěrů práce i v dalších oblastech

Tato diplomová práce je sice zaměřena na nucený přechod účastnických cenných papírů, nicméně její závěry o práci znalce se dají aplikovat také při odkupu akcií následujícím po nabídce převzetí, při veřejném návrhu na koupi nebo směnu účastnických cenných (dále jen „veřejný návrh“), nebo při převodu jmění na společníka.

Právní institut nabídky převzetí byl na základě Směrnice o nabídkách převzetí (2004/25/EC) nejprve implementován do obchodního zákoníku (dřívější § 183 a - h), od roku 2008 najdeme jeho právní úpravu v samostatném zákoně č. 104/2008 Sb., o nabídkách převzetí. Mezi základní kumulativní atributy nabídky převzetí patří, že se musí jednat o veřejný návrh, kterým navrhovatel projevuje vůli nabýt akcie cílové společnosti přijaté k obchodování na regulovaném trhu v rozsahu, jež mu umožní ovládnutí cílové společnosti nebo jež následuje po ovládnutí cílové společnosti. K ovládnutí cílové společnosti dojde tehdy, získá-li ovládající osoba alespoň 40 %

³ V letech 2004 – 2010 byla platná metodika ZNAL.

podíl na hlasovacích právech⁴. V takovém případě se jedná o povinnou nabídku převzetí, kdy povinná osoba musí do 30 dní od získání nebo překročení tohoto podílu učinit vůči ostatním akcionářům nabídku převzetí. V nabídkovém dokumentu je mimo jiné stanovena výše protiplnění, která může být určena jako prémiová, nebo průměrná cena. Prémiovou cenou je cena, za kterou osoba povinná k nabídce převzetí nabyla v posledních 12 měsících účastnické cenné papíry společnosti, ve které se nyní stala ovládající osobou. Průměrná cena se určí v případě, že nelze určit cenu prémiovou, jako vážený průměr cen, za které byly účastnické cenné papíry předmětné společnosti obchodovány v posledních šesti měsících na evropském regulovaném trhu. Ačkoliv zákon stanovuje pravidla pro určení výše protiplnění poměrně detailně, dochází k situacím, kdy takto stanovená výše může být ještě různě upravována. A na tom se často podílí znalec, oceňovatel účastnických cenných papírů, jehož práci následně posuzuje ČNB⁵.

Jako jakýsi doplněk nabídky převzetí, která se vztahuje pouze na kótované společnosti, popřípadě na zahraniční kótované společnosti, je pro nekótované společnosti v české legislativě zahrnut institut veřejného návrhu na koupi nebo směnu účastnických cenných papírů. Úprava § 322 a násl. ZOK je úpravou speciální ve vztahu k veřejné nabídce upravené v § 1780 a násl. OZ. Ve speciálním případě obchodních korporací se úprava vztahuje na situace, kdy jakákoliv osoba zamýšlí nabýt nebo směnit účastnické cenné papíry společnosti a nabízí tuto možnost koupě nebo směny většímu okruhu osob (více než 100) a ve větším finančním objemu (více než 1% základního kapitálu společnosti). Zákon dále stanoví situace, při kterých je veřejný návrh (následován povinným odkupem účastnických cenných papírů) povinný⁶. Při povinném veřejném návrhu vstupuje do celého procesu znalec. Znalecký posudek určující výši přiměřeného protiplnění se vyžaduje u nekótovaných společností. U společností, jejichž cenné papíry jsou přijaty k obchodování na evropském regulovaném trhu, je možné výši protiplnění odůvodnit i jinak.

Jak vidno, znalec a jeho činnost je zásadní hned v několika oblastech obchodního práva souvisejících s účastnickými cennými papíry. Ostatně i metodika České národní banky pro práci znalce se explicitně vztahuje na protiplnění poskytované nejen při squeeze-outu, ale také při nabídce převzetí a při veřejném návrhu. Také při přeměně společnosti převodem jmění na společníka se vyžaduje znalecký posudek dokladující

⁴ Srov. § 75 odst. 2 zákona o obchodních korporacích

⁵ Srov. § 44 zákona o nabídkách převzetí

⁶ Srov. § 333 a násl. zákona o obchodních korporacích

výši vypořádání⁷. K tomuto procesu se metodika OCE nevyjadřuje, domnívám se nicméně, že i při ocenění podílů v přeměňované společnosti se může znalec inspirovat požadavky plynoucími z této metodiky. Ostatně, převodu jmění na společníka se přezdívá „nepravý squeeze-out“.

⁷ Srov. § 341 zákona o přeměnách obchodních společností a družstev

3. Vymezení základních pojmů

Cílem této kapitoly je ujednotit chápání a výklad některých pojmů, které jsou pro diplomovou práci zásadní. Kvůli roztržité právní úpravě a používání různých slangových a nepřesných pojmů v praxi je někdy těžké se v množství termínů orientovat. Po přečtení následující kapitoly by měl čtenář v dalších částech diplomové práce používání právních termínů či legislativních zkratk lépe chápat.

3.1. Nucený přechod účastnických cenných papírů

Institut nuceného přechodu účastnických cenných papírů (dále jen „nucený přechod“), je v současnosti upraven v § 375 a násl. zákona o obchodních korporacích. Nucený přechod nebo také „vytěsnění“, „vytlačení“ či výraz přenesený z angličtiny „squeeze-out“⁸ byl do české právní úpravy začleněn zákonem č. 216/2005 Sb. s účinností od 3. 6. 2005, jež implementoval směrnici o nabídkách převzetí. Před červnem 2005 existoval v české legislativě pouze tzv. nepravý squeeze-out, ke kterému docházelo formou převodu jmění na akcionáře. Převod jmění na akcionáře je jednou z forem přeměn společnosti, při které dojde k likvidaci společnosti a veškeré jmění přejde na jednu osobu. V době vzniku „pravého squeeze-outu“ byl ten nepravý upraven v § 220p obchodního zákoníku, dnes jej najdeme v § 337 a násl. zákona č. 125/2008 Sb., o přeměnách obchodních korporací a družstev.

Institut nuceného přechodu se řadí mezi akcionářská práva, ačkoliv se v důsledku jedná o právo pouze pro tzv. hlavního akcionáře. Dřívější označení v obchodním zákoníku účinném do 31. 12. 2013 jako „právo výkupu účastnických cenných papírů“ skutečně napovídalo, že jde o určité právo. Dnešní pojem nuceného přechodu se staví spíše na stranu menšinových akcionářů, protože připouští, že jsou *nuceni* k zániku jejich vlastnického práva k cenným papírům. Zákon zároveň explicitně stanovuje, že dochází k *přechodu*, tedy ke změně vlastnictví, která nezávisí na vůli subjektů.

V zahraničních úpravách najdeme různě se lišící pojmy. Anglický pojem squeeze-out přišel z USA a doslova znamená vymáčknutí⁹. Jinde v Americe, zejména ve státě Delaware, se používá pojmu freeze-out¹⁰ – vymrznutí. Jde o pojem svým způsobem

⁸ V praxi i v této diplomové práci jsou všechna tato označení chápána jako synonyma.

⁹ Např. *to squeeze a lemon* – vymáčkat šťávu z citrónu

¹⁰ Zavedení slangového pojmu freeze-out bylo pravděpodobně inspirováno variantou pokerové hry. Při freeze-out pokeru se hraje až do doby, kdy zůstává jediný hráč s celým bankem, přičemž ostatní vypadávají prohráním svého balíku a se už do hry s novým vkladem nemohou dostat.

drsnější, při freeze-outu hlavní akcionář totiž pro minoritní společníky nastaví takové podmínky, že je donutí v jejich vlastním zájmu podíly odprodat a ze společnosti odejít. Dochází například k pozastavení výplaty dividendy nebo k propuštění minoritního akcionáře - zaměstnance. V tom okamžiku přestávají minoritnímu akcionáři plynout příjmy z dividend i z vyplácené mzdy a jejich postavení ve společnosti „vymrzne“.

Co v české úpravě až do rekodifikace chybělo, avšak v zahraničí bylo již dávno běžnou praxí, je právo tzv. sell-out. Jedná se o právo minoritních akcionářů požadovat po hlavním akcionáři, aby si od nich jejich akcie odkoupil, a chrání je tak před ztrátou hodnoty jimi vlastněných účastnických cenných papírů z důvodu jejich snížené atraktivity a prodejnosti. V okamžiku, kdy akcionář vlastní pouze malý podíl ve společnosti, mohou se jeho akcie stát až téměř neprodejnými. Neexistuje kupující, který by měl zájem o malý podíl ve společnosti, jež mu neumožňuje žádnou rozhodovací sílu. Jediným kupujícím, který může těžit i za malého podílu, je hlavní akcionář.

3.2. Účastnické cenné papíry

Předmětem nuceného přechodu jsou účastnické cenné papíry, jejichž definici najdeme v § 245 zákona o obchodních korporacích: „Účastnickými cennými papíry jsou cenné papíry vydané společností, se kterými je spojen podíl na základním kapitálu nebo hlasovacích právech v této společnosti, a dále cenné papíry vydané společností, se kterými je spojeno právo takové cenné papíry získat.“. Tato velmi široká definice tedy zahrnuje cenné papíry vydávané společností, které mají v sobě přímo vtělená práva a povinnosti (akcie a zatímní listy), ale také cenné papíry, jejichž prostřednictvím lze akcie nabývat (vyměnitelné a prioritní dluhopisy, opční listy, de facto i zatímní listy). Takto široké pojetí pojmu účastnické cenné papíry slouží zejména k tomu, aby nedošlo k situaci, ve které by na hlavního akcionáře přešly jen určité cenné papíry společnosti. Později by totiž mohli vlastníci cenných papírů, jež je opravňují k vydání akcie, takové vydání požadovat, čímž by se naprosto narušilo postavení hlavního akcionáře jakožto jediného akcionáře.¹¹

¹¹ DĚDIČ, Jan, ŠTENGLOVÁ, Ivana, ČECH, Petr a KŘÍŽ, Radim. Akciové společnosti. 7. přeprac. vydání. Praha: C. H. Beck, 2012, 672 s. ISBN 978-80-7400-404-9., str. 306

3.3. „Minoritní akcionáři“

Při vytěsnění dochází k přechodu vlastnického práva k účastnickým cenným papírům od tzv. minoritních akcionářů k akcionáři hlavnímu. Na nesprávné označení minoritních akcionářů jsem upozornila již v úvodu této práce. Výraz minoritní nebo menšinový akcionář se v zákoně nikde nevyskytuje (a to ani jako legislativní zkratka), jedná se pouze o určitou právnickou hantýrku. Bohužel se minoritním akcionářem mohou rozumět dva různé typy akcionářů, navíc spolu naprosto nesouvisející.

V prvním případě může jít o tzv. kvalifikovaného akcionáře podle § 365 zákona o obchodních korporacích. Kvalifikovaným akcionářem se v akciové společnosti se základním kapitálem nižším než 100 000 000 Kč rozumí akcionář nebo skupina akcionářů vlastníci akcie s celkovou jmenovitou hodnotu ve výši alespoň 5 % základního kapitálu (tedy minimálně 5 000 000 Kč). V akciové společnosti se základním kapitálem vyšším než 100 000 000 Kč (resp. 500 000 000 Kč) je kvalifikovaným akcionářem ten, kdo má akcie s celkovou jmenovitou hodnotou ve výši alespoň 3% (resp. 1%) základního kapitálu. Akcionáři vlastníci tak malé procento ze základního kapitálu jsou samozřejmě minoritními. Nicméně vzhledem k velké sumě prostředků, kterou i tak malé procento účasti představuje, jsou nazýváni kvalifikovanými a jsou jim přisouzena zvláštní práva¹².

Ve druhém případě se jedná o akcionáře, kteří vystupují ve vztahu k tzv. hlavnímu akcionáři jako minoritní, protože ve společnosti vlastní akcie s menším než 10 % podílem na základním kapitálu nebo na hlasovacích právech. A to navíc pouze ve spojení s nuceným přechodem účastnických cenných papírů. ZOK je v § 375 a násl. označuje jako „vlastníky účastnických cenných papírů“, dále by se dali označit například jako „ostatní akcionáři“ (odlišní od hlavního akcionáře). V praxi se pro ně ustálil také pojem minoritní akcionář, přičemž každý by jej měl chápat jako minoritního akcionáře vystupujícího při vytěsnění, nikoliv jako kvalifikovaného akcionáře podle § 365 zákona o obchodních korporacích.

3.4. Hlavní akcionář

Opačná situace je u tzv. hlavního akcionáře, kterého zákon pro účely nuceného přechodu přesně definuje. Hlavní akcionář je legislativní zkratka pro akcionáře (v tomto případě to musí být jedna osoba), který dle § 375 ZOK

¹² Srov. § 366 - § 374 zákona o obchodních korporacích

- a) vlastní akcie společnosti, jejichž souhrnná jmenovitá hodnota je ve výši alespoň 90 % základního kapitálu společnosti, na který byly vydány akcie s hlasovacími právy, a zároveň
- b) disponuje alespoň 90 % podílem na hlasovacích právech.

Důležité je, že tyto dvě podmínky musí být splněny naráz a že takový akcionář musí ve společnosti existovat jak v okamžiku podání žádosti o svolání valné hromady, tak i v okamžiku rozhodování valné hromady a v okamžiku přechodu vlastnického práva (jeden měsíc od zveřejnění zápisu usnesení do obchodního rejstříku). Nemusí se však jednat stále o tutéž osobu.¹³

Při výpočtu 90 % z rozhodné výše základního kapitálu se musí vycházet z výše základního kapitálu zapsané v obchodním rejstříku a je nutné brát v úvahu různé druhy akcií. Zákon v § 375, písmenu a) hovoří o akcích s hlasovacím právem. Do rozhodné výše základního kapitálu se tedy nezahrnují akcie bez hlasovacího práva, takovými akcemi jsou ale typicky prioritní akcie¹⁴. V § 278, odst. 2, větě druhé zákon o obchodních korporacích připouští pro prioritní akcie „oživení“ hlasovacího práva, pokud se hlasuje podle druhu akcií. To je také případ hlasování o usnesení o nuceném přechodu, proto se prioritní akcie do 90% rozhodné výše započítávají. Výjimkou by byly prioritní akcie vydané bankou, s nimiž podle § 20 odst. 2 zákona o bankách není spojeno hlasovací právo ani v případech, kdy zákon o obchodních korporacích stanoví jinak.¹⁵ Do výpočtu se dále zahrnou také akcie s pozastavenými hlasovacími právy a jiné cenné papíry, které účast ve společnosti nahrazují (typicky zatímní listy, vyměnitelné dluhopisy).

Akciová společnost může také vydat akcie s vícenásobnými hlasovacími právy¹⁶. Tuto skutečnost zohledňuje písmeno b), když stanovuje, že se tyto násobné hlasy započítávají do 90 % podílu na hlasovacích právech.

Ani to, že akciová společnost vydala tzv. kusové akcie¹⁷ bez jmenovité hodnoty, nebrání při stanovení 90% podílu hlavního akcionáře. Na jednu kusovou akcii připadá

¹³ ŠTENGLOVÁ, Ivana, HAVEL, Bohumil, CILEČEK, Filip, KUHN, Petr a ŠUK, Petr. Zákon o obchodních korporacích: komentář. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2013, 1008 s. ISBN 978-80-7400-480-3., str. 568

¹⁴ Srov. § 278 ZOK; na rozdíl od dřívějšího obchodního zákoníku (srov. § 159, odst. 3 ObchZ), ZOK prioritním akciím automaticky odebrává hlasovací právo, pouze stanovy ho mohou přiřknout zpět.

¹⁵ ŠTENGLOVÁ, HAVEL, CILEČEK, KUHN, ŠUK. *Zákon o obchodních korporacích: komentář.*, op. cit., str. 567

¹⁶ Srov. § 276 odst. 3 zákona o obchodních korporacích

¹⁷ Dle § 257 zákona o obchodních korporacích

jeden hlas, ledaže stanovy dovolí vydání akcií s vícenásobnými hlasovacími právy. Pro výpočet 90% podílu na společnosti se tedy použijí stejná pravidla, která byla již výše popsána, pouze s tím rozdílem, že se základní kapitál bude přepočítávat podle počtu vydaných akcií. Celou problematiku určování, zda akcionář splňuje podmínky pro to stát se hlavním akcionářem, shrnuje tabulka v příloze 1.

3.5. Protiplnění

Protiplnění, jež musí být zásadně v penězích, kompenzuje minoritním akcionářům omezení jejich vlastnického práva. Akcionáři držící v akciových společnostech méně než 10 % podíl na hlasovacích právech jsou v těchto společnostech stejně chápáni spíše jako investoři, než jako plnohodnotní společníci. Nejen z tohoto důvodu vyslovil Ústavní soud ve svém nálezu Pl. ÚS 56/05 závěr, že vytěsnění akcionářů není protiústavní, jestliže je zachován princip proporcionality a jim je nabídnuta taková výše protiplnění, která jim umožní provést stejně výnosnou investici.¹⁸

Doložení výše protiplnění se liší v závislosti na tom, zda vytěsnění probíhá v kótované, či nekótované společnosti. Zákon o obchodních korporacích v § 376 obecně říká, že „*hlavní akcionář doloží přiměřenost protiplnění znaleckým posudkem, nebo jej odůvodní podle § 391 odst. 1.*“ Podle § 391 odst. 1 je v případě přechodu účastnických cenných papírů, které jsou přijaty k obchodování na evropském regulovaném trhu, hlavní akcionář povinen zdůvodnit výši protiplnění (jakkoliv, znalecký posudek se dle § 392 ZOK nevyžaduje) a ještě před konáním valné hromady musí získat předchozí souhlas ČNB s vytěsněním.¹⁹ Závěr je tedy takový, že znalecký posudek se vyžaduje vždy, pokud se nejedná o společnost kótovanou na evropském regulovaném trhu.

Stanovení výše protiplnění je jedním ze stěžejních bodů v průběhu vytěsnění, proto se tomuto tématu budu věnovat v několika zvláštních kapitolách.

¹⁸ Nález Pl. ÚS 56/05, bod 52 odůvodnění

¹⁹ § 391, odst. 1) zákona o obchodních korporacích

4. Analýza účinné právní úpravy nuceného přechodu účastnických cenných papírů

Cílem této kapitoly je analyzovat proces vytěsnění z právního hlediska a zaměřit se především na aktuální právní úpravu. Nejdříve začlením institut squeeze-outu do hierarchie právních předpisů a poté zvláště rozeberu nejdůležitější předpisy, které se vytěsnění týkají. Největší pozornost zaměřím samozřejmě na zákon o obchodních korporacích a popíšu proces vytěsnění sice z právního hlediska, ale co nejpraktičtěji. Upozorním na novinky, které se objevily po rekodifikaci soukromého práva, a na některé výkladové problémy. Následně se v oddělené kapitole zaměřím na problematiku protiplnění z právního hlediska – na dohled ČNB při zdůvodnění výše protiplnění, na výplatu protiplnění, na možnost soudního přezkumu výše protiplnění a na některé zásadní judikáty a nálezy. Ve zbývající části práce už bude následovat analýza stanovení výše protiplnění z hlediska oceňovacího.

4.1. Prameny práva

V České republice, která svým právním řádem patří do kontinentálního typu právní kultury, se společnost řídí především psanými předpisy. Tyto prameny práva jsou uspořádány do systému na základě jejich právní síly. Nejvyšší právní sílu mají ústavní zákony, mezi něž patří především Ústava České republiky, Listina základních práv a svobod a další ústavní zákony²⁰. Česká republika je rovněž vázaná mezinárodními smlouvami, u kterých dal Parlament České republiky souhlas k ratifikaci a jež byly vyhlášeny ve Sbírce zákonů. Jestliže mezinárodní smlouva stanoví něco jiného, než vnitrostátní předpis nižší právní síly, použije se ustanovení mezinárodní smlouvy.²¹ Na základě Smlouvy o přistoupení České republiky k Evropské unii se musí české právní prostředí také podřídít komunitárnímu právu a to jak primárnímu (zakládací smlouvy a novelizace těchto smluv, smlouvy o přistoupení), tak sekundárnímu právu (Nařízení, Směrnice, Rozhodnutí, Doporučení).

Ústavní zákony, zákony a zákonná opatření Senátu patří mezi tzv. primární (zákonné) normativní právní akty. K sekundární (podzákonným) normativním právním aktům řadíme nařízení vlády a vyhlášky ministerstev a ostatních ústředních orgánů státní

²⁰ GERLOCH, Aleš. Teorie práva. 4. upr. vydání. Plzeň: Aleš Čeněk, 2007, 343 s. ISBN 978-807-3800-239., str. 82-83

²¹ Srov. čl. 10 Ústavy ČR

správy. Stejnou právní sílu jako zákony mají i Nálezy Ústavního soudu, jež mohou zákon zrušit.

Vedle klasifikace právních norem podle jejich síly je rovněž vhodné rozlišovat, který právní předpis jaký institut upravuje obecně a který již speciálně, na základě jeho specifických atributů. V českém právním řádu platí zásada *lex specialis derogat generel*is – tedy že se upřednostní úprava speciální před tou obecnou. Jak bylo již řečeno, cílem této kapitoly je umístit institut nuceného přechodu účastnických cenných papírů do právního řádu ČR a provést analýzu předpisů, jež se k němu vážou.

Institut nuceného přechodu účastnických cenných papírů je typický pro akciovou společnost a také proto je jeho právní úprava zakotvena mezi ustanoveními o akciové společnosti. Před rekodifikací českého soukromého práva jsme tzv. právo výkupu našli v obchodním zákoníku v § 183i – 183n. S příchodem zákona o obchodních korporacích byl zaveden termín nucený přechod účastnických cenných papírů, jehož úpravu obsahuje § 375 – 394 ZOK. Navíc i samotná definice účastnických cenných papírů se nachází hned na začátku hlavy páté ZOK věnované akciové společnosti.

Pokud se podíváme na zařazení institutu nuceného výkupu do hierarchie právních aktů, vztahují se na něj předpisy různé právní síly. Základním zastřešujícím předpisem nad celým právním řádem České republiky je Ústava společně s Listinou základních práv a svobod (dále jen „Listina“). Listina základních práv a svobod v článku 11, odstavci 1 zakotvuje právo vlastnit majetek. Stejný článek v odstavci 4 zároveň připouští omezení vlastnického práva za náhradu. Dále Listina každému zaručuje soudní a jinou právní ochranu. Vyskytlo se však již několik ústavních stížností, jejichž podstatou byl údajný konflikt mezi institutem vytěsnění a výše zmíněnými články Listiny. V návrhu skupiny senátorů, který dal za vznik přelomovému nálezu č. Pl. ÚS 56/05 ze dne 27. 3. 2008, se také řešil možný rozpor s článkem 4, odstavcem 4 Listiny. Navrhovatelé tvrdili, že nucený přechod je proti podstatě a smyslu akciové společnosti a účasti v ní, která je zaručena skrze vlastnictví akcie. Ústavní soud zatím ve všech případech rozhodl, že zákonná úprava i praxe týkající se vytěsnění je ústavně v pořádku.

Po vstupu do Evropské unie působí v České republice svým bezprostředním (horizontálním i vertikálním) účinkem Nařízení Komise. Nařízení přímo, bez nutnosti převedení znění do národní úpravy, ukládá povinnosti ve vztahu stát – jednotlivce i ve vztahu jednotlivce – jednotlivce. V oblasti komunitární úpravy obchodních společností najdeme nařízení pouze zřídka. Jedná se zejména o nařízení o tzv.

nadnárodních formách obchodních společností²², jež vykonávají svoji činnost současně v různých členských státech, přičemž rozdílnost jednotlivých národních předpisů je velmi nežádoucí. Proto jsou tyto formy podnikání upraveny na úrovni EU jednotně skrze nařízení.

Typickým pramenem evropského obchodního práva je směrnice, která se musí do národního právního řádu povinně implementovat. Jestliže český zákonodárce tuto povinnost implementace nesplní, dochází k tzv. nepřímému vertikálnímu účinku směrnice. Český občan se sice nemůže ve sporu s dalším jednotlivcem odvolávat na směrnici (neplatí tedy horizontální účinek směrnice²³), ale může se dovolávat svých práv (zejména práva na náhradu škody) vůči zákonodárnému orgánu (resp. státu), který směrnicí nezačlenil do českého práva řádně a včas. Vnitrostátní soudy jsou poté povinny rozhodnout v souladu s evropským právem, podobně, jako kdyby byla směrnice správně implementována.²⁴ Další oporou pro české právo je judikatura Soudního dvora Evropské unie (dále jen „SDEU“), nezávazná stanoviska Komise a doporučení různých orgánů EU.

Nucený přechod účastnických cenných papírů se dostal do české legislativy až s povinností implementovat směrnici o nabídkách převzetí. Jak již bylo řečeno, nyní úpravu vytěsnění najdeme v § 375 a násl. ZOK, jenž je zákonem speciálním k občanskému zákoníku. Speciálním zákonem k ZOK je v případě společností s emitovanými cennými papíry určenými k obchodování na kapitálovém trhu zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu (dále jen „ZoPKT“). Před 1. lednem 2014 by se za další speciální zákon k obchodnímu zákoníku dal považovat zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech. Po rekodifikaci jsou cenné papíry jako movité věci upraveny v novém občanském zákoníku. Tyto a další předpisy, které se přímo i nepřímo týkají nuceného přechodu, rozeberu v následující části práce.

4.2. Směrnice EP a Rady 2004/25/ES o nabídkách převzetí

(dále v této části práce jen „Směrnice“)

Základní podstatou tvorby práva na úrovni Evropské unie je sbližování právních úprav jednotlivých členských států v oblastech, které mají přeshraniční význam. Skrz nařízení a směrnice jsou nastavovány rovné podmínky pro obchodníky a obchodní

²² Mezi ně patří Evropské hospodářské zájmové sdružení, evropská družstevní společnost a evropská společnost.

²³ Rozsudek ve věci 152/84 („Marshall“)

²⁴ Rozsudek ve věci C-91/92 („Faccini Dori“)

společnosti v rámci celé EU.²⁵ S jednotnější a přehlednější úpravou nejen občanských a obchodních vztahů také dochází k rozvoji přeshraničního obchodování a podnikání a k efektivnějšímu vnitřnímu trhu.

Již v roce 1985 byl v Bílé knize o dobudování vnitřního trhu vyjádřen úmysl sblížit právní úpravu také v oblasti nabídek převzetí. Po snahách o kompromis a po obtížném schvalování byla v roce 2004 tzv. Třináctá směrnice konečně přijata.²⁶ Začlenění institutu squeeze-outu do článku 15 Směrnice s sebou nese několik konsekvencí. Předně se Směrnice vztahuje na nabídky převzetí jen u cenných papírů přijatých k obchodování na regulovaném trhu²⁷ v některém z členských států Evropské unie. Dále je patrné, že se při tvorbě evropské právní úpravy s principem vytěsnění počítalo jen jako s jakýmsi doplňkem k nabídce převzetí. Brala se přitom v úvahu situace, při které hlavní akcionář dosáhne určité hranice podílu ve společnosti a následně bude mít legitimní požadavek odkoupit zbývající část účastí.²⁸ Pro stejnou situaci, avšak z pohledu jednotlivých akcionářů, ukládá Směrnice v čl. 16 členským státům povinnost zakotvit právo tzv. sell-outu²⁹. Jedná se o institut, který by měl alespoň z části vyvážit právo hlavního akcionáře provést squeeze-out. Při „odkupu“ by byl hlavní akcionář povinen na žádost minoritních akcionářů skoupit jejich účasti v akciové společnosti, i přesto, že původně ani neuvažoval o provedení vytěsnění.

Transpozice Směrnice

Český zákonodárce Směrnici pod číslem novely 216/2005 Sb. implementoval do tehdejšího obchodního zákoníku do § 183 a - § 183 n. Nechal se inspirovat strukturou Směrnice, a tak squeeze-out následoval v zákoně hned za úpravou nabídek převzetí. V současné době ale najdeme úpravu nabídek převzetí v samostatném zákoně a na první pohled se může zdát, že vytěsnění a nabídka převzetí fungují jako dva, spolu

²⁵ PELIKÁNOVÁ, Irena a ČERNÁ, Stanislava. Obchodní právo. 1. Vydání. Praha: ASPI, 2006, 545 s. ISBN 80-735-7149-8., str. 169

²⁶ Tamtéž, str. 227

²⁷ Článek 1 Směrnice hovoří o regulovaném trhu ve smyslu směrnice Rady 93/22/EHS o investičních službách v oblasti cenných papírů. Směrnice Rady 93/22/EHS v úvodním článku, odstavci 13 definuje regulovaný trh jako trh, který funguje pravidelně, má stanovené podmínky fungování trhu, podmínky přístupu na trh a v určitých případech také podmínky pro přijetí ke kotování na burze a podmínky, které musí splnit finanční nástroj, než s ním může být obchodováno na trhu. Ve velmi podobném smyslu jsme úpravu regulovaného trhu přijali také do § 55 zákona o podnikání na kapitálovém trhu. V této práci se regulovaným trhem myslí také evropský regulovaný trh, což je regulovaný trh jiného členského státu, který splňuje výše uvedené podmínky a je uveden na seznamu regulovaných trhů členských států. V České republice provozuje evropské regulované trhy Burza cenných papírů Praha, a.s., RM-SYSTÉM, česká burza cenných papírů a.s. a Energetická burza Praha.

²⁸ DĚDIČ, ŠTENGLOVÁ, ČECH, KRÍŽ. *Akciové společnosti.*, op. cit., str. 304

²⁹ Ve Směrnici nazvaného jako „Odkoupení na žádost menšinového akcionáře“.

nesouvisející, právní instituty. Ve skutečnosti však v kótovaných společnostech nemůže logicky nikdy dojít k vytěsnění, aniž by před tím nedošlo k nabídce převzetí. Nabídka převzetí musí být učiněna povinně vždy, když bude jedna osoba překračovat 40% podíl ve společnosti. Logicky k 90% podílu ve společnosti nevede jiná cesta, než přes zmíněný 40% podíl.

Právo odkupu (sell-out) v naší národní úpravě až do rekodifikace v roce 2014 zcela chybělo. V ZOK jej nyní najdeme v § 395, ve kterém se dále odkazuje na úpravu povinného veřejného návrhu smlouvy zakotveného v § 327 a násl. ZOK. Také v tomto případě musí být protiplnění přiměřené. Pokud nejsou účastnické cenné papíry obchodovány na regulovaném trhu, musí být přiměřenost doložena znaleckým posudkem. U kótovaných společností stačí jiné řádné odůvodnění.

Co však v české úpravě platí od prvotní implementace Směrnice a je rozdílné od jejího znění (což je v rámci povinnosti minimální harmonizace v pořádku), je možnost provádět vytěsnění i v nekótovaných společnostech. Platí tedy, že se celá právní úprava nabídek převzetí vztahuje jenom na kótované společnosti, zatímco předpisy týkající se nuceného přechodu můžeme aplikovat na všechny akciové společnosti. Způsob provedení transpozice Směrnice se koneckonců odráží v celkové rozdílnosti a oddělenosti právní úpravy nabídek převzetí a nuceného přechodu.

Zákon o nabídkách převzetí zpracovává celou Směrnici a platí pouze pro kótované společnosti, což vyžaduje jeho obsáhlost a detailnost. Oproti tomu se úprava nuceného přechodu věnuje procesu vytěsnění spíše obecně, a ačkoliv se může v porovnání se Směrnicí zdát poněkud obsáhlá (ve Směrnici je tomuto tématu věnován jeden článek, v zákoně o obchodních společnostech dvacet paragrafů), je v porovnání se zákonem o nabídkách převzetí stručná. Konkrétní příklad můžeme vidět například na stanovení výše protiplnění. Pro nabídku převzetí zákon detailně popisuje, jak se určí průměrná a prémiová ceny (viz úvodní kapitola). Následně je na tuto úpravu odkázáno v § 393 ZOK, jež v odstavci 3 jenom krátce hovoří o nutnosti provedení squeeze-outu do tří měsíců po nabídce převzetí, jinak přestane platit nevyvratitelná domněnka přiměřenosti výše protiplnění, jež byla v rámci nabídky převzetí určena. Pro provedení squeeze-out v nekótované společnosti samozřejmě celá tato problematika předchozího procesu nabídky převzetí odpadá.

4.3. Zákon o obchodních korporacích

V následujícím textu shrnu již zmíněných dvacet paragrafů, přičemž se zaměřím na novinky, které se objevily po rekodifikaci, a na některé sporné body úpravy. Základní pojmy byly objasněny již v úvodu diplomové práce, nyní se spíše zaměřím na praktický výklad jednotlivých ustanovení s tím, že problematiku protiplnění rozeberu ve zvláštní kapitole. Je nutné mít stále na zřeteli, že proces vytěsnění má některá svá specifika, lze jej považovat za samostatný institut v rámci akciového práva, a proto je také možné na jeho právní úpravu pohlížet jako na úpravu speciální v rámci celé úpravy akciové společnosti. Jinak se na práva akcionářů, průběh valné hromady, přechod cenných papírů, atd. uplatňují obecná pravidla z páté hlavy zákona o obchodních korporacích.

Žádost hlavního akcionáře, svolání valné hromady, pozvánka na valnou hromadu

Celý proces vytěsnění začíná na popud akcionáře, který má takový podíl ve společnosti, že jej lze považovat za hlavního akcionáře, jež svou vahou hlasů dokáže provést squeeze-out. Důležité je, že se musí jednat opravdu o jednu osobu (fyzickou, či právnickou) a ne například o osoby jednající ve shodě podle § 78 ZOK. Jestliže jsou akcie obchodovány na regulovaném trhu, musí si akcionář nejdříve obstarat zdůvodnění výše protiplnění a dát ho k posouzení České národní bance. Ta podle § 391 ZOK pouze posuzuje řádnost zdůvodnění a nejdéle do 30 pracovních dní vydá souhlas. U nekótovaných akcií je nutný znalecký posudek. Společně s těmito dokumenty odešle hlavní akcionář představenstvu žádost o svolání valné hromady. Hlavní akcionář je totiž zároveň tzv. kvalifikovaným akcionářem, který má podle § 366 ZOK právo požádat představenstvo, aby svolalo valnou hromadu, na které se projednají jím navržené věci.

Podle § 377 ZOK musí představenstvo nejpozději do třiceti dnů od doručení žádosti hlavního akcionáře svolat valnou hromadu. Pozvánky musí být uveřejněny na webu společnosti, případně rozeslány (akcionářům s akciemi na jméno) nebo zveřejněny ještě jinak, jak určují stanovy, nejpozději 15 dní před konáním valné hromady (resp. 20 dní u kótovaných společností)³⁰. Pozvánka musí obsahovat obecné náležitosti podle § 407 ZOK – mj. také návrh usnesení valné hromady, které v tomto případě bude obsahovat stanovenou výši protiplnění. Dále budou v pozvánce informace o tom, jak byla výše protiplnění určena, resp. závěry znaleckého posudku a vyjádření

³⁰ Srov. § 377 v kombinaci s 367 odst. 1 a § 406 odst. 1 zákona o obchodních korporacích

představenstva, zda je výše protiplnění přiměřená. Pokud představenstvo protiplnění nepovažuje za přiměřené, navrhne v pozvánce výši, jež za přiměřenou už považuje.³¹

V praxi jsou však pozvánky jen zřídka rozesílány poštou. Paragraf 406 ZOK sice stanoví, že akcionářům vlastnícím akcie na jméno rozešle společnost pozvánky na adresu uvedenou v seznamu akcionářů nebo v evidenci zaknihovaných cenných papírů. Hned v další větě je však stanoveno, že zasílání na adresu akcionáře může být nahrazeno jiným způsobem plynoucím ze stanov. Často v praxi tedy dochází k situacím, že minoritní akcionáři o konání valné hromady ani nevědí, protože nesledují webové stránky společnosti, nečtou ten jeden daný celostátní deník, a obchodní rejstřík je už vůbec nezajímá. Všechny tyto způsoby však nevyžadují po akcionáři vynaložení velkého úsilí a je jen v jeho zájmu sledovat dění kolem jím vlastněných akcií.

Vzhledem k tomu, že by se po vytěsnění měly všechny účastnické cenné papíry shromáždit do rukou jedné osoby, je nutné, aby společnost měla přehled o tom, na které cenné papíry existuje zástavní právo. Zároveň je nutné znát zástavní věřitele, jimž bude na základě § 389 odst. 2 ZOK vyplaceno protiplnění. Postup, jak k tomuto stavu dojít, zajišťují § 377 odst. 2 a § 380 ZOK, samotná dikce zákona je však poměrně nelogická. Pozvánka na valnou hromadu je určena vlastníkům cenných papírů, přičemž ti jsou společnosti známi především ze seznamu akcionářů. Paragraf 380 ZOK však ukládá těm vlastníkům, jejichž cenné papíry tvoří zástavu, aby bez zbytečného odkladu po tom, co se dozví o svolání valné hromady, oznámili společnosti zástavní právo na cenných papírech a zároveň, aby označili zástavní věřitele. Upozornění na tuto povinnost je další z náležitostí pozvánky na valnou hromadu. V § 377 odst. 2 však ZOK také hovoří o výzvě zástavním věřitelům, aby společnosti sdělili existenci zástavního práva k účastnickým cenným papírům. Je otázkou, proč zákonodárce zvolil takovouto dvojí „oznamovací povinnost“, když ještě navíc v případě zaknihovaných cenných papírů bude existence zástavního práva známa z evidence zaknihovaných cenných papírů a u akcií na jméno ze zástavního rubopisu.³² Praktičnost těchto ustanovení nacházím pouze pro případ akcií vydaných na majitele.

Po podání žádosti o svolání valné hromady společnost zpřístupní ve svém sídle:

³¹ Srov. § 377 odst. 2 zákona o obchodních korporacích

³² ŠTENGLOVÁ, HAVEL, CILEČEK, KUHN, ŠUK. *Zákon o obchodních korporacích: komentář.*, op.cit., str. 573

- údaje o osobě hlavního akcionáře včetně doložení skutečností, které potvrzují, že splňuje podmínky pro to být hlavním akcionářem,
- znalecký posudek, nebo zdůvodnění výše protiplnění společně se souhlasem ČNB.

Kótovaná společnost má navíc povinnost uveřejnit na svých webových stránkách „*informace o postupu podle § 375*“ – tedy informaci o tom, že hlavní akcionář požádal o svolání valné hromady, doložení postavení hlavního akcionáře, žádost o svolání valné hromady, znalecký posudek, nebo zdůvodnění výše protiplnění společně se souhlasem ČNB.

Všechny tyto listiny musí být přístupné k nahlédnutí každému vlastníkovi cenného papíru, přičemž může zažádat o vydání kopií uvedených listin, na toto právo je upozorněno v pozvánce na valnou hromadu (je to tedy další zákonná náležitost pozvánky). Podle usnesení NS sp. zn. 29 Cdo 2592/2010 je společnost povinna této žádosti vyhovět bez zbytečného odkladu a požadované kopie akcionáři dodat v co nejkratší lhůtě. Smyslem této úpravy údajně je dát vlastníkům cenných papírů dostatečný prostor k přípravě na valnou hromadu³³. Což je de facto pouze doba mezi doručením pozvánky a samotným konáním valné hromady (tedy minimálně 15 a maximálně 30 dní). Dle mého názoru je ale hlasování na valné hromadě pouze formalitou, která potvrdí sílu hlavního akcionáře a oficiálně přesune 100% podíl na společnosti do jeho rukou. Právo nahlížet do listin a pořizovat si kopie však můžou minoritní akcionáři využít k případné přípravě žádosti o dorovnání dle § 390 nebo přímo k přípravě žaloby na neplatnost usnesení valné hromady podle § 428 ZOK³⁴.

Zákon v této souvislosti nehovoří o době, po kterou by měly být listiny v sídle společnosti (případně na jejích webových stránkách) zpřístupněné. Nicméně nejeden výklad zákona³⁵ je toho názoru, že by to mělo být od okamžiku zveřejnění pozvánky na valnou hromadu až do okamžiku přechodu vlastnického práva k cenným papírům, tedy do uplynutí lhůty jednoho měsíce od zveřejnění zápisu usnesení valné hromady do obchodního rejstříku. Dle mého názoru by lhůta shodná s prekluzivní lhůtou na podání žádosti o dorovnání (dle § 390 odst. 1 ZOK to jsou tři měsíce od zveřejnění zápisu usnesení) byla z výše uvedeného důvodu přípravy akcionářů vhodnější.

³³ Tamtéž, str. 576

³⁴ Neplatnost usnesení valné hromady však nelze dosáhnout z toho důvodu, že je výše navrhovaného protiplnění nepřiměřená – viz § 383 ZOK.

³⁵ HEJDA, Jan et al. *Zákon o obchodních korporacích: výklad jednotlivých ustanovení včetně návaznosti na české a evropské předpisy*. Praha: Linde, 2013, 783 s. ISBN 978-807-2019-175., str. 418-419; ŠTENGLOVÁ, HAVEL, CILEČEK, KUHN, ŠUK. *Zákon o obchodních korporacích: komentář*, op.cit., str. 576

Valná hromada

V praxi má valná hromada svolaná na žádost hlavního akcionáře jediný bod jednání a tím je hlasování o přechodu všech účastnických cenných papírů do vlastnictví jedné osoby. Akcionáři jsou s návrhem usnesení, včetně navrhované výše protiplnění a názoru představenstva, seznámeni společně s obdržáním pozvánky. Podle § 381 ZOK nesmí být v návrhu usnesení výše protiplnění nižší, než jakou určuje znalecký posudek nebo jiné zdůvodnění schválené ČNB. I přesto mají minoritní akcionáři zachováno standardní právo na uplatnění protinávrhů podle § 361 ZOK. Na druhou stranu ani hlavnímu akcionáři nic nebrání setrvat na původní výši protiplnění, ačkoliv s ní představenstvo nesouhlasilo, nebo stanovit výši protiplnění jinou. Nikdy však ne nižší, než o jaké hovořil návrh usnesení, ani se nesmí prostřednictvím protinávrhů dle § 361 ZOK snažit o konečné snížení protiplnění³⁶.

K přijetí rozhodnutí valné hromady je potřebná kvalifikovaná 90% většina všech vlastníků akcií, přičemž zákon dává právo hlasovat také vlastníků prioritních akcií. Navíc § 382 odst. 1 ZOK formuluje podmínku, která je pro uskutečnění vytěsnění nezbytná, a to, že hlavní akcionář je vždy oprávněn hlasovat. Pro účely hlasování o nuceném přechodu se tedy nebere v úvahu případné pozastavení hlasovacích práv, ke kterému může dojít v tomto případě zejména z důvodu nesplnění vkladové povinnosti akcionáře³⁷. Valná hromada, i přes nepřítomnost, nesouhlas nebo zdržení se minoritních akcionářů, většinou rozhodne, že se nucený přechod uskuteční.

Usnesení valné hromady má formu notářského zápisu a musí vedle obecných náležitostí obsahovat určení hlavního akcionáře, výši protiplnění a lhůtu pro výplatu protiplnění. Nezbytnou přílohou usnesení je znalecký posudek nebo jiné odůvodnění výše protiplnění³⁸. Společnost musí bez zbytečného odkladu po přijetí usnesení informovat o nové skutečnosti organizátora regulovaného trhu, na kterém jsou akcie obchodovány. Představenstvo musí taktéž bez zbytečného odkladu podat návrh na zápis usnesení do obchodního rejstříku. Současně s tím společnost uveřejní usnesení valné hromady včetně příloh na svých internetových stránkách, zašle jej akcionářům s akciemi na jméno, případně použije způsob, podle něhož stanovy nařizují rozesílat pozvánku na valnou hromadu. Notářský zápis je uložen v sídle společnosti

³⁶ ŠTENGLOVÁ, HAVEL, CILEČEK, KUHN, ŠUK. *Zákon o obchodních korporacích: komentář.*, op.cit., str. 577

³⁷ Srov. § 426 zákona o obchodních korporacích

³⁸ Srov. § 382 zákona o obchodních korporacích

k nahlédnutí³⁹ a je možné z něho pořizovat kopie podle § 425 ZOK. Lhůty a důvody pro toto uveřejnění a pořizování kopií jsou podobné jako v případě listin, které musí hlavní akcionář doručit představenstvu (viz dříve).

Přechod vlastnického práva

Rozhodným okamžikem pro přechod vlastnického práva je okamžik zveřejnění zápisu usnesení do obchodního rejstříku. Na hlavního akcionáře přecházejí taktéž dosud nevydané nebo dosud nesplacené akcie, což dovoluje § 256 odst. 2 – 4 ZOK, a dále přednostní práva na úpis akcií a vyměnitelných a prioritních dluhopisů. Jedině tak nebude narušen účel vytěsnění a hlavní akcionář bude i po úpisu nových akcií oprávněn vlastnit 100% podíl. Ostatní samostatně převoditelná práva, pokud byla od akcie oddělena⁴⁰, především právo na výplatu dividendy, by měla zůstat původnímu vlastníku.⁴¹ Okamžikem přechodu vlastnického práva také zaniká zástavní právo k účastnickým cenným papírům, které sloužily jako zástava. Ke dni přechodu vlastnického práva jsou v případě kótovaných společností dotčené cenné papíry vyřazeny z obchodování na regulovaném trhu. Přestane totiž platit jedna ze základních podmínek pro umístění cenného papíru na regulovaný trh, a to rozptýlení obchodovaného titulu mezi veřejnost.⁴² Ustanovení o povinném odkupu účastnických cenných papírů⁴³ se zde z logiky věci nepoužijí.

Společnost musí dát bez zbytečného odkladu po přechodu vlastnického práva příkaz k zápisu změny vlastníka na příslušných majetkových účtech vedených podle ZoPKT.⁴⁴ Právo na výplatu protiplnění vzniká minoritním akcionářům právě až po provedení změn na majetkových účtech (§ 388 ZOK).

Zákon o obchodních korporacích se v této souvislosti vůbec nezmiňuje o tom, jakým způsobem bude provedena změna vlastníka v případě imobilizovaných cenných papírů⁴⁵. Pouze se znalostí ustanovení § 2413, § 2414 OZ a § 93a ZoPKT lze postup dovodit. Dosavadní vlastníci nejsou podle § 274 odst. 2 věta druhá ZOK oprávněni vyzvednout si z hromadné úschovy imobilizované cenné papíry za účelem jejich

³⁹ Srov. § 384 zákona o obchodních korporacích a také § 526 nového občanského zákoníku

⁴⁰ Podle § 281 odst. 3 a § 282 zákona o obchodních korporacích

⁴¹ DĚDIČ, ŠTENGLOVÁ, ČECH, KRÍŽ. *Akciové společnosti.*, op. cit., str. 324

⁴² Srov. § 56 zákona o podnikání na kapitálovém trhu a čl. 22 a 35 nařízení Komise č. 1287/2006

⁴³ Srov. § 394 odst. 1 i § 333 a násl. zákona o obchodních korporacích

⁴⁴ Srov. § 91 a násl. zákona o podnikání na kapitálovém trhu

⁴⁵ Listinný cenný papír znějící na doručitele odevzdaný (resp. emitovaný) na základě smlouvy o úschově do hromadné úschovy dle § 2413 OZ. Schovatelem může být pouze osoba oprávněná vést samostatnou evidenci cenných papírů nebo evidenci navazující na samostatnou evidenci cenných papírů – viz § 93 odst. 2, 3 ZOPKT

předání hlavnímu akcionáři. V tom případě § 2414 OZ stanovuje obdobný postup jako pro převod zaknihovaných cenných papírů. Společnost tedy zašle příkaz k zápisu změny vlastnického práva také schovateli imobilizovaných cenných papírů a ten následně provede změnu v příslušné evidenci.

Odevzdání účastnických cenných papírů

Odlišná pravidla platí pro akcie vydané jako cenný papír (dříve listinné akcie), při jejichž odevzdání se postupuje podle § 387 ZOK. Vlastníci i zástavní věřitelé držící u sebe cenné papíry je musí do 30 dnů po přechodu vlastnického práva (případně ve lhůtě ještě minimálně o 14 dní delší) předložit společnosti. Společnost je poté bez zbytečného odkladu odevzdá hlavnímu akcionáři, aniž by se na nich jakkoliv vyznačovala změna vlastníka. Protože došlo k přechodu vlastnického práva na základě rozhodnutí valné hromady, ustanovení o rubopisech dle § 1103 OZ se nepoužijí.

Až okamžikem předání cenných papírů vzniká původním vlastníkům právo na výplatu protiplnění. Jestliže je akcionář (resp. zástavní věřitel) v prodlení s odevzdáním, nemá právo na výplatu protiplnění (ani případných úroků⁴⁶) a společnost postupuje podle § 346 odst. 1 věty první ZOK – představenstvo prohlásí cenný papír za neplatný a písemně o tom informuje akcionáře (resp. zástavního věřitele). Dnem prohlášení cenného papíru za neplatný začíná akcionáři, který byl doposud v prodlení s odevzdáním cenného papíru, plynout lhůta pro výplatu protiplnění. Hlavnímu akcionáři jsou vydány nové cenné papíry nahrazující ty, které byly prohlášené za neplatné. Důvodem, proč se cenné papíry prohlašují za neplatné, tedy není úmysl zkrátit minoritní akcionáře na jejich právech, jak se může na první pohled zdát, ale umožnit hlavnímu akcionáři získat do vlastnictví všechny účastnické cenné papíry společnosti.

4.4. Občanský zákoník

Po rekodifikaci v letech 2013 – 2014 funkce občanského zákoníku jako základního kodexu soukromého práva ještě více posílila. A tak se i celý průběh vytěsnění musí podřítit zásadám a principům, na kterých české soukromé právo stojí⁴⁷. V souvislosti se squeeze-outem akcionářů nás však nejvíce zajímají ustanovení o cenných papírech a vlastnickém právu.

⁴⁶ Srov. § 387 odst. 1 a § 388 odst. 2 zákona o obchodních korporacích

⁴⁷ Srov. zejména základní principy a práva stanovené v § 1 – 14 OZ

Od 1. ledna 2014 je úprava cenných papírů převedena do dílu čtvrtého, jež je zařazen do čtvrté hlavy OZ týkající se věcí. V § 514 a násl. najdeme základní definici cenného papíru, ustanovení o vydání cenného papíru, o formě cenného papíru, o evidenci zaknihovaných cenných papírů a o přeměnách cenného papíru na zaknihovaný a opačně. Pravidla pro převod vlastnictví k cennému papíru jsou uvedena v § 1103 a § 1104 OZ a to speciálně pro cenný papír na doručitele (akcie na majitele) a pro cenný papír řad (akcie na jméno) a pro cenné papíry a cenné papíry zaknihované nebo imobilizované. Postupy se od staré úpravy neliší, stejně tak jako pravidla přechodu cenného papíru, ke kterému během vytěsnění dochází. Zastavení podílu v korporaci a zastavení cenného papíru upravuje § 1320 a násl. OZ. A konečně § 2409 a násl. OZ upravuje úschovu cenného papíru, v souvislosti se kterou také vznikl pojem imobilizovaného cenného papíru.

4.5. Zákon o podnikání na kapitálovém trhu

Zákon o podnikání na kapitálovém trhu je v případě akcií přijatých k obchodování na regulovaném trhu zákonem speciálním k zákonu o obchodních korporacích. Již v průběhu analýzy zákona o obchodních korporacích jsem na něj několikrát odkázala, pro shrnutí tedy pouze uvedu ustanovení ZoPKT, která se vytěsnění z kótovaných společností dotýkají:

- § 55 - definice regulovaného trhu
- § 56 - podmínky pro umístění titulu na regulovaný trh s odkazem na nařízení Komise č. 1287/2006
- § 60 – postup při vyřazení cenného papíru z obchodování na regulovaném trhu
- § 91 a násl. – evidence investičních nástrojů (definice zaknihovaného cenného papíru, pravidla pro centrální a samostatnou evidenci, zvláštní ustanovení o imobilizovaných cenných papírech, převod investičních nástrojů, přeměna podoby cenného papíru, atd.)

4.6. Srovnání se zahraniční úpravou

V některých evropských státech existuje institut vytěsnění již delší dobu a praktikovali ho tam už dávno před unifikací nabídek převzetí na evropské úrovni. Skandinávské země přijaly koncept nuceného odkupu v 70. letech 20. století, brzy poté následovala Belgie a Nizozemsko. Francie institut zakotvila do nařízení Rad finančních trhů (RMFC) v roce 1993, Itálie jej v roce 1998 ustanovila v čl. 111 Burzovního zákona. Poměrně mladou úpravu vytěsnění (z roku 2002) má Německo a

to v zákoně o úpravě veřejných nabídek převzetí cenných papírů a převzetí podniku. Jak již bylo řečeno, v české úpravě existuje tzv. pravý squeeze-out od 3. 6. 2005.

Nikde ve světě neklesá hranice pro vznik práva na nucený odkup pod 90%, v některých státech je úprava naopak přísnější a stanoví hranici vyšší. V Německu, Nizozemí, Francii nebo v Belgii je hranice 95%, v Itálii nebo ve Švýcarsku dokonce 98%⁴⁸. V Rakousku je hranice stanovena na 95% s tím, že pro společnosti existuje možnost hranici ještě zvýšit nebo naopak nucený odkup ve stanovách či jiných vnitřních předpisech úplně vyloučit. Rakouská úprava je navíc specifická tím, že právo vytěsnění je stanoveno Zákonem o vyloučení menšinových společníků, jež platí pro akciové společnosti i pro společnosti s ručením omezeným. Rakouské ustanovení o možném úplném vyloučení práva squeeze-out má tedy své opodstatnění a posiluje právní jistoty společníků tohoto širšího spektra společností. Stejně tak platí, že ve většině zahraničních úprav se proces vytěsnění týká pouze kótovaných společností. Výjimkou je již zmíněné Rakousko nebo například Německo. Německý zákonodárce rovněž pojal institut vytěsnění jako běžnou součást obecného práva obchodních společností. Stejně jako v mnoha jiných případech, i při transpozici směrnice o nabídkách převzetí jsme se inspirovali právě německou legislativou. Proto se naše úprava řadí mezi ty ojedinělé, ve kterých je možno provést vytěsnění v každé akciové společnosti.⁴⁹ Martin Uzsák však ve svém článku „Co se o squeeze-outu nepíše (2. část)“⁵⁰ vyjadřuje opodstatnění pro takovou úpravu. Český akciový trh je zvláštní kvůli proběhnutým kuponovým privatizacím, které umožnily vzniku početných skupin menšinových akcionářů. Obecně je evropský akciový trh typický ne nijak častým umístěním společností na regulované trhy a tedy nízkou tržní kapitalizací, lze proto říci, že naše a německá právní úprava jsou racionálnější a vhodnější než ty zbylé evropské.

Pro mnoho evropských států byla vzorem americká úprava, kde je squeeze-out již tradiční součástí práva obchodních společností. Kořeny vytěsnění z amerických akciových společností můžeme najít už v Securities Exchange Act z roku 1934 (dále jen „SEA34“). Zde je ve spojitosti s tzv. going private⁵¹ nebo s tzv. rollup

⁴⁸ Informace převzata z nálezu Pl. ÚS 56/05, bod 58 odůvodnění

⁴⁹ ČERNÁ, Stanislava. *Obchodní právo*. 1. Vydání. Praha: ASPI, 2006, 360 s. ISBN 80-735-7164-1., str. 210-212

⁵⁰ UZSÁK, Martin. Co se o squeeze-out(u) nepíše (2. část). *Bulletin advokacie*. 2007, č. 4., str. 30 a násl.

⁵¹ Proces, při kterém se z veřejně obchodované společnosti stává neobchodovaná společnost. Dochází k tomu mj. i z důvodu soustředění veškerého kapitálu a hlasovacích práv v rukou jedné osoby – tedy v rámci squeeze-outu.

transactions⁵² zdůrazněna povinnost reportovat o zamýšlených krocích a předkládat povinné dokumenty, mj. také ocenění podílů ve společnosti⁵³. V současné době je v USA v rámci company law proces squeeze-outu naprosto standardní praxí. Americká judikatura i oceňovací praxe jsou na vysoké úrovni a celý svět vzhlíží zejména k praktikám ve státě Delaware. Z americké zkušenosti vyplývá, že právě řádné a správně ocenění podílů ve společnosti je pro akcionáře jediné zadostiučinění a jediná možnost, jak být za nuceně odevzdaně podíly odškodněn.⁵⁴

⁵² Jakési uspořádání práv a podílů v kapitálových společnostech, ať už formou nákupu/prodeje podílů, zvýšením/snížením kapitálu, reorganizací, nákupem/prodejem hlasovacích práv, atd. - srov. definici v Sec. 14 (h) (4) SEA34

⁵³ Srov. např. Sec. 6 (9a) SEA34

⁵⁴ United States of America Squeeze-out Guide. In: [online]. [cit. 2014-09-29]. Dostupné z: <http://www.ibanet.org/Document/Default.aspx?DocumentUid=1A397D43-8352-4BF4-B382-3C1CF7C83B90>

5. Podrobněji k protiplnění

„*Určení přiměřeného protiplnění je ústředním momentem celého procesu vytěsnění.*“⁵⁵ Proto již od samého vzniku institutu squeeze-out v českém prostředí je na tuto problematiku zaměřena velká pozornost. Některá ustanovení⁵⁶ týkající se určitým způsobem protiplnění musela být pro soulad s ústavou a komunitární úpravou měněna, až se dospělo do současného stavu. V této kapitole budu analyzovat tedy dnes účinnou úpravu protiplnění ze zákona o obchodních korporacích, na kterou následně navážu analýzou vybraných částí ze zatím nejzásadnějšího nálezu Ústavního soudu Pl. ÚS 56/05.

5.1. Analýza příslušných ustanovení ZOK

Nutnost znaleckého posudku a dohled ČNB

„*Vlastníci účastnických cenných papírů mají právo na přiměřené protiplnění v penězích, jehož výši určí valná hromada. Hlavní akcionář doloží přiměřenost protiplnění znaleckým posudkem (...)*“ nebo jej jinak odůvodní a předloží souhlas ČNB s tímto odůvodněním. Takto zákon o obchodních korporacích v § 376 stanovuje jedno ze základních práv minoritních akcionářů v procesu squeeze-out – protiplnění musí být v penězích a podloženo znaleckým posudkem nebo odsouhlaseno ČNB. Je nutné stále vnímat, že se v současnosti liší podmínky pro doložení a zdůvodnění výše protiplnění v kótovaných a nekótovaných akciových společnostech. Vždy tomu tak ale nebylo.

Prvotní implementace směrnice o nabídkách převzetí dohled ČNB vůbec nezahrnovala, což vyvolalo bouřlivou reakci z řad odborné veřejnosti i některých akcionářů. Sám Ústavní soud neexistenci dohledu veřejné moci, jež panovala od 3. června do 29. září 2005, zhodnotil jako protiústavní v nálezu I. ÚS 1768/09 ze dne 21. 3. 2011: „*Absence dohledu ČNB znemožňovala náležitou ochranu stěžovatelových základních práv, a proto měla představovat též dostatečný důvod pro vyslovení neplatnosti usnesení valné hromady o nuceném výkupu cenných papírů (...)*“⁵⁷ Zároveň však připouští, že takovým vyslovením neplatnosti usnesení valné hromady

⁵⁵ ŠTENGLOVÁ, HAVEL, CILEČEK, KUHN, ŠUK. *Zákon o obchodních korporacích: komentář.*, op.cit., str. 569

⁵⁶ Např. několikrát měněná nutnost dohledu ČNB – nejprve nebyla stanovena vůbec, poté pro všechny společnosti, nyní pouze pro kótované (viz dále).

⁵⁷ Nález I. ÚS 1768/09, bod 30 odůvodnění

by bylo až příliš zasaženo do právní jistoty všech zúčastněných subjektů (v daném případě 1998 minoritních akcionářů), protože by bylo zrušeno usnesení staré několik let a těžko by se daly majetko-právní vztahy vrátit do původního stavu.⁵⁸

V úpravě došlo od okamžiku zakotvení squeeze-outu v českém právním řádu k několika novelizacím, jež se snažily napravit nejeden rozpor s ústavním pořádkem. Po novelizaci provedené zákonem „o finančních konglomerátech“⁵⁹ se zdála být zákonná možnost dohledu a přezkumu ČNB ve vztahu ke všem akciovým společnostem (kótovaným i nekótovaným) ústavně v pořádku. Ústavně konformním zůstal i celý proces vytěsnění, jehož ústavnost byla jednotným dohledem ČNB ještě posílena. Dohled ČNB totiž stavěl všechny akcionáře (minoritní i hlavní, kótovaných i nekótovaných společností) na stejnou úroveň ochrany, což Ústavní soud ve svém nálezu pozitivně ohodnotil: „*Tento postup se vztahuje na akciové společnosti s kótovanými i nekótovanými účastnickými cennými papíry, jinak by došlo rovněž k porušení pravidla stejné ochrany podle čl. 11 odst. 1 Listiny.*“⁶⁰

Další novelizace účinná od 1. 4. 2008⁶¹ podmínky změnila a stanovila, že dohled ČNB se vztahuje jen na společnosti, jejichž akcie jsou kótované na evropském regulovaném trhu. Zdá se, že tím přestal platit soulad s čl. 11 odst. 1 Listiny základních práv a svobod, na který ÚS upozornil v nálezu Pl. ÚS 56/05. Před Ústavním soudem v současnosti pravděpodobně leží několik stížností ohledně tohoto nesouladu. Jestliže ale vidíme, že ještě v letech 2011-2013 byly vydávány nálezy hodnotící právní úpravu platnou v letech 2005-2008, tak si na názory Ústavního soudu ohledně novější úpravy budeme muset ještě chvíli počkat. Můj názor je však jasný - rozdílné podmínky dohledu ČNB se zdají být protiústavními – není zajištěna stejná právní ochrana všech vlastníků dle čl. 11 odst. 1 LZPS. Ústavní soud několikrát vyslovit názor⁶², že ústavnost vytěsnění je zajištěna možností soudního přezkumu a dohledem ČNB. Dle mého názoru není možné, aby bylo stanoveno, že pro ochranu akcionářských práv v nekótovaných společnostech postačí pouze soudní přezkum, zatímco akcionáři v kótovaných budou navíc chráněni dohledem ČNB. Ústavní soud

⁵⁸ K naprosto stejnému závěru došel Ústavní soud také ve stížnosti na neústavní vytěsnění ze společnosti OSPAP Velkoobchod papírem, a.s., o němž bylo rozhodnuto na valné hromadě konané 3. srpna 2005. (Nález I. ÚS 2154/11)

⁵⁹ Zákon č. 377/2005 Sb., o doplňkovém dohledu nad bankami, spořitelními a úvěrními družstvy, pojišťovnami a obchodníky s cennými papíry ve finančních konglomerátech a o změně některých dalších zákonů

⁶⁰ Nález Pl. ÚS 56/05, bod 71 odůvodnění

⁶¹ Zavedená již zmíněným zákonem č. 104/2008 Sb., o nabídkách převzetí

⁶² Nález Pl. ÚS 56/05, bod 53 a 71 odůvodnění; nález I. ÚS 1768/09, bod 25 odůvodnění

v nálezu I. ÚS 1768/09 argumentuje tím, že z důvodů, že tehdejší úprava vytěsnění „měla velice nízkou kvalitu a neobsahovala dostatečné právní garance ochrany práv menšinových akcionářů“, že byla nedostatečně jasná a nepřehledná a že na evropské poměry byla až extrémní⁶³, mu jiné řešení ani nezbývalo. Na základě tohoto výroku a v porovnání s dnešní praxí v procesu vytěsnění je dost možné, že bude rozhodnuto, že absence dohledu ČNB v nekótovaných společnostech nezakládá neústavnost vytěsnění.

Český zákonodárce možný nesoulad s ústavním pořádkem při nedávné rekodifikaci soukromého práva paradoxně neřešil a i zákon o obchodních korporacích pokračuje v uplatňování rozdílných podmínek pro kótované a nekótované společnosti. Hlavnímu akcionáři kótované společnosti stačí zdůvodnit navrhovanou výši protiplnění klidně i jen svépomocí, základním kritériem zde ale povětšinou bude tržní cena obchodovaného cenného papíru. Aby však mohl předložit žádost o svolání valné hromady, musí vždy dostat souhlas ČNB, že zdůvodnění je řádné.

Změny zákonných povinností ČNB v procesu squeeze-out (ale i proběhlé změny na českém kapitálovém trhu) jsou zřetelně vidět na počtu řízení o udělení souhlasu s usnesením valné hromady. Z tabulky v příloze 2 je patrné, že v letech 2005 – 2008 byl počet řízení poměrně velký, ČNB se musela zabírat každým plánovaným squeeze-outem. Poměrně nízký počet udělených souhlasů vypovídá o důkladném a přísném zhodnocení přiměřenosti protiplnění ze strany ČNB a dost možná také o nekvalitních znaleckých posudcích tehdejší doby. Pro srovnání jsem ještě uvedla statistiky v případě nabídek převzetí (ať už povinných nebo dobrovolných). Ani poměr vydaných souhlasů s provedením nabídky převzetí k celkovému počtu zaslaných žádostí není velký. Paradoxní je, že doporučující metodika ČNB pro sjednocení znalecké práce v procesech vytěsnění, nabídek převzetí a povinného veřejného návrhu byla přepracována až v červenci 2010. Tedy se zpožděním pěti let od začlenění squeeze-outu do obchodního zákoníku a v době, kdy se dohled ČNB vztahoval již jenom na kótované společnosti. Zároveň se počet společností obchodovaných na českém regulovaném trhu do roku 2013 rapidně snížil⁶⁴ a

⁶³ Nález I. ÚS 1768/09, bod 26 a 29 odůvodnění

⁶⁴ K 31. 12. 2005 bylo obchodováno 123 akciových titulů na RM-Systému a 39 na Burze cenných papírů Praha (BCPP). K 31. 12. 2013 to bylo 56 akciových titulů na RM-Systému a 26 na Burze cenných papírů Praha. Tituly obchodované na BCPP spadají pod počet titulů z RM-Systému, pokles počtu obchodovaných akciových titulů na českých regulovaných trzích tedy byl mezi lety 2005 a 2013 více, než dvojnásobný (123 titulů k 56 titulů). (Zdroj: výroční zprávy BCPP a RM-Systému)

metodika OCE se tedy závazně⁶⁵ vztahovala (a vztahuje) jen na úzce omezený okruh společností. O tomto svědčí i fakt, že mezi léty 2008 a 2013 bylo vytěsnění provedeno pouze dvakrát a nabídka převzetí učiněna pouze 17krát.

Další situací, kde není zapotřebí znaleckého posudku, je případ vytěsnění, které následuje po učinění nabídky převzetí a to nejpozději 3 měsíce po konci doby závaznosti nabídky převzetí.⁶⁶ V tom případě platí nevyvratitelná právní domněnka přiměřenosti protiplnění, které bylo navrženo již v rámci převzetí společnosti.⁶⁷ K této úpravě směřují výtky některých autorů⁶⁸, kteří tvrdí, že zákon neřeší, co se stane, pokud nakonec nabídka nebude akceptována právě z důvodu nepřiměřeného protiplnění. Dle mého názoru zákon formulací „*Nabyli-li hlavní akcionář akcie (...) v důsledku (...) nabídky převzetí (...)*“ jasně říká, že nabídka byla akceptována a akcionář akcie nabyt.

Ve všech ostatních případech se vyžaduje znalecký posudek, který nesmí být ke dni doručení žádosti o svolání valné hromady na představenstvo společnosti starší než 3 měsíce. Jak již bylo řečeno, v případě cenných papírů neobchodovaných na regulovaném trhu do procesu squeeze-outu ČNB vůbec nevstupuje. V doložení a posouzení přiměřenosti protiplnění zde figuruje zejména znalec najatý hlavním akcionářem a poté jednotliví minoritní akcionáři. Těm nezbyvá, než aby sami v době mezi zpřístupněním znaleckého posudku v sídle společnosti a konáním valné hromady (případně ještě 3 měsíce po zveřejnění usnesení valné hromady) znalecký posudek nastudovali a sami si udělali závěr o tom, zda je protiplnění přiměřené, nebo ne.

Výplata protiplnění

Je důležité si uvědomit, že je to právě hlavní akcionář, který minoritní akcionáře při odchodu ze společnosti „vyplatí“ – a to v tom smyslu, že se k výplatě použijí jeho finanční prostředky, a ne prostředky společnosti. Zákon ve prospěch minoritních akcionářů zajišťuje, aby se tyto prostředky shromáždily u nezávislé osoby, která jim následně protiplnění vyplatí. Podle § 378 ZOK může peníze jako protiplnění vyplatit pouze pověřená banka, obchodník s cennými papíry (dále jen „OCP“) nebo zahraniční osoba s obdobnou činností. Prostředky, které těmto subjektům předá hlavní akcionář,

⁶⁵ Znalec oceňující akcie neobchodované společnosti může metodiku OCE brát opravdu jen jako doporučení a jakýsi rámec pro zpracování znaleckého posudku.

⁶⁶ Požadavek na znalecký posudek by v tomto případě byl stejně nelogický, protože nabídky převzetí probíhají pouze v kótovaných společnostech.

⁶⁷ Srov. § 393 zákona o obchodních korporacích

⁶⁸ Například ŠTENGLOVÁ, HAVEL, CILEČEK, KUHN, ŠUK. *Zákon o obchodních korporacích: komentář.*, op.cit., str. 597

se nestávají majetkovou podstatou banky nebo OCP a jsou tedy chráněny pro případ jejich úpadku nebo jiné podobné situace. Složitější situace by nastala v případě úpadku hlavního akcionáře. Peněžní prostředky jsou totiž až do výplaty protiplnění v jeho vlastnictví. Význam uložení u pověřené osoby tedy spočívá spíše v poskytnutí potřebné záruky, že hlavní akcionář skutečně disponuje potřebnými zdroji než v poskytnutí ochrany těmto prostředkům.

Z ustanovení § 378 odst. 2 ZOK se dá vyvodit, že hlavní akcionář předá pověřené osobě právě takové prostředky, které odpovídají navrhované výši protiplnění a to ještě před konáním valné hromady. Dojde-li tedy později na valné hromadě k rozhodnutí o výplatě vyššího protiplnění, bude muset hlavní akcionář rozdíl dorovnat a pověřené osobě chybějící peníze dodat. Opačně, pokud bude vypláceno protiplnění oproti původně plánovanému nižší, vrátí pověřená osoba přebývající prostředky hlavnímu akcionáři podle § 378 odst. 3 ZOK.

Mezi „peněžní prostředky ve výši potřebné k výplatě protiplnění“ se počítají i úroky, jež minoritním akcionářům náleží za dobu mezi přechodem vlastnického práva a výplatou protiplnění jako kompenzace za nemožnost výkonu ani jednoho z práv. Nejedná se však o úroky z prodlení dle § 1970 OZ, ale o obecné úroky upravené v § 1802 OZ – tedy ve výši úroků z úvěru, které požadují po dlužníkovi banky v místě bydliště nebo sídla dlužníka. Do doby, za kterou akcionáři vzniká právo na úroky, se počítá doba 30 dní (případně prodloužena), kterou mají akcionáři na odevzdání cenných papírů, a doba od odevzdání k výplatě protiplnění (viz časové schéma v příloze č. 3). Pokud jsou akcionáři v prodlení s odevzdáním listinných akcií (neodevzdali ani v dodatečné lhůtě), právo k výplatě protiplnění ani úroků nemají.⁶⁹ Jestliže by jejich cenné papíry byly prohlášené za neplatné, právo na protiplnění s tříletou promlčecí lhůtou vzniká okamžikem prohlášení.

Usnesení valné hromady obsahuje mj. lhůtu pro poskytnutí protiplnění. Ta je stanovena hlavně pro minoritní akcionáře a měla by být dostatečně dlouhá pro jejich možnost vyzvednout si peníze. Hlavní akcionář (pověřená osoba) by měl nicméně protiplnění vyplatit bez zbytečného odkladu. Lhůta ze zákona začíná okamžikem vzniku nároku na protiplnění – u zaknihovaných akcií to je okamžik změny zápisu vlastnického práva v příslušné evidenci, u listinných to je okamžik fyzického odevzdání cenného papíru. Otázkou zůstává, jak v praxi probíhá sledování a dodržení této lhůty, když se její počátek může zejména u vlastníků listinných akcií případ od

⁶⁹ Srov. § 387 odst. 1 in fine společně s § 388 odst. 2 zákona o obchodních korporacích

případu lišit. V každém případě musí povinná osoba protiplnění poskytnout bez zbytečného odkladu od okamžiku vzniku práva na výplatu, nejdéle však do konce stanovené lhůty. V této lhůtě musí akcionář provést součinnost a protiplnění si vyzvednout. Je-li hlavní akcionář nebo jím pověřená osoba v prodlení s výplatou protiplnění, mohou se minoritní akcionáři obracet na soud s žalobou na plnění. Není-li právo na výplatu protiplnění uplatněno před soudem ve lhůtě tří let, promlčuje se.

Samotný průběh výplaty protiplnění v praxi může být poměrně komplikovaný. Akcionář dle zákona odevzdává cenné papíry společnosti, resp. změna vlastníka probíhá na majetkových účtech hlavního a minoritního akcionáře. Akcionáři by měli společnosti oznámit osoby zástavních věřitelů (ti by se měli sami také přihlásit), ideálně i s výší zajištěné pohledávky. Do těchto údajů pověřená osoba přístup nemá, ale přesto musí vědět, kdo již právo na výplatu má, a kdo ještě ne. Situace se komplikuje i v případě zástavních věřitelů, pověřená osoba musí vědět, o jaké osoby jde a kolik peněz jim může vydat. Protiplnění přebývajícím nad výší zajištěné pohledávky je vyplaceno minoritnímu akcionáři. V praxi je tedy nejjednodušší, pokud společnost pověřené osobě zpřístupní veškeré nutné informace pro hladkou výplatu protiplnění, informuje jí o změnách na účtech majitelů a zároveň ji oprávní k přijetí listinných cenných papírů od minoritních akcionářů (resp. zástavních věřitelů). Je ale zároveň nutné informovat vlastníky listinných účastnických cenných papírů, že je mají odevzdat pověřené osobě.⁷⁰

Soudní přezkum a právo na dorovnání

Další zásadní ochranou zájmů minoritních akcionářů je možnost soudního přezkumu výše protiplnění podle § 390 ZOK. Společně s právem na protiplnění a se právem podat žalobu na neplatnost usnesení valné hromady zaručuje ústavnost celého procesu vytěsnění. Na základě několika nálezů Ústavního soud (viz dále) je patrné, že není v silách minoritního akcionáře domoci se vyslovení neplatnosti usnesení valné hromady a docílit navrácení do stavu před vytěsněním, pokud by se odkazoval pouze na nesprávnou výši protiplnění. To ostatně dokládá jasná formulace § 383 ZOK: „*Důvodem pro vyslovení neplatnosti usnesení valné hromady o přechodu účastnických cenných papírů na hlavního akcionáře není skutečnost, že protiplnění není přiměřené.*“ K této problematice se vyjádřil Ústavní soud v bodě 78 nálezu Pl. ÚS 56/05: „*Nemožnost zpochybnit platnost usnesení valné hromady nepřiměřeností*

⁷⁰ ŠTENGLOVÁ, HAVEL, CILEČEK, KUHN, ŠUK. *Zákon o obchodních korporacích: komentář.*, op.cit., str. 582 - 585

výše plnění (...) je racionální, neboť brání tomu, aby se tímto způsobem ve skutečnosti zavedl soudní přezkum samotného institutu výkupu, když by každý neúspěch hlavního akcionáře v řízení (např. 1 000 Kč místo 990 Kč za akcii) znamenal prohlášení valné hromady za neplatnou s důsledky pro zachování práv třetích osob a právní jistoty.“ I v novější judikatuře stále nacházíme pokusy stěžovatelů o vyslovení neplatnosti usnesení z důvodu nepřiměřenosti protiplnění. Ústavní soud v nálezu Pl. ÚS 36/13 ze dne 23. dubna 2013 pouze znovu potvrdil, že „rozsah zákonem stanovených procesních garancí ústavně zaručeného vlastnického práva menšinových akcionářů (...) při určování výše přiměřeného protiplnění (...) není důvodem pro (...) vyslovení neplatnosti tohoto usnesení valné hromady.“

Stěžovatelé se tedy často domáhají vyslovení neplatnosti valné hromady z důvodu podstatné vady interního procesu (např. svolání valné hromady, které nebylo řádné), z důvodu porušení základního práva na spravedlivý proces (např. nedostatečné provedení důkazů a vedení sporného řízení namísto nesporného a naopak)⁷¹ nebo z důvodu rozporu s dobrými mravy. Soud však neprohlásí usnesení valné hromady za neplatné, pokud nedošlo k porušení zákona se závažnými následky, nebo pokud by tím bylo významně zasaženo do práv třetích osob nabytých v dobré víře.⁷² Možnosti domoci se vyslovení neplatnosti usnesení také významně brání skutečnost, že ve většině případů již proběhl jeho zápis do obchodního rejstříku a došlo tedy k přechodu vlastnických práv k účastnickým cenným papírům.

Další a reálnější možnost, jak se domoci dorovnání protiplnění, je podání žaloby na přezkoumání přiměřenosti protiplnění. Místně příslušným je krajský soud, u kterého je společnost, ve které vytěsnění proběhlo, zapsaná do obchodního rejstříku. Jak jsem již v úvodu práce napsala, při rekodifikaci soukromého práva se právní úprava squeeze-outu nijak zásadně nezměnila, to však neplatí pro úpravu soudního přezkumu přiměřenosti protiplnění. Zde proběhla výrazná novelizace, v mnoha ohledech se práva menšinových akcionářů posílila, ale stále zde zůstává několik otázek a pochybností.

Mezi ně patří mj. také otázky o druhu žaloby a povaze vedeného soudního sporu. Ke krajskému soudu je možné podat žalobu na plnění nebo určovací žalobu. Závisí na

⁷¹ Například nálezy IV. ÚS 1260/10, IV. ÚS 1494/10, IV. ÚS 617/11 ve sporech vedených tím samým stěžovatelem. Nebo také ohrazení se proti povinnosti hradit náklady při prohraném soudním sporu – viz nálezy I. ÚS 2154/11.

⁷² BÍLKOVÁ, Jana. Squeeze-out a legitimní očekávání. *Obchodněprávní revue*. Praha: C. H. Beck, 2014, č. 5., str. 142 a násl.

žalobci, jaký způsob upřednostní, v obou případech z toho pro něj vyplývají rozdílná práva a povinnosti. Dále není úplně jasné, zda řízení před soudem má spornou, či nespornou povahu. Principiálně jde o spor mezi minoritním a hlavním akcionářem a celý proces by měl mít spornou povahu a být veden dle občanského soudního řádu. Po rekodifikaci ale byla úprava nesporných řízení přesunuta do zákona o zvláštních řízeních soudních⁷³, který mezi takováto řízení řadí i mnoho otázek týkajících se sporů ve společnostech a statusových otázek právnických osob.⁷⁴

Paragraf 390 ZOK hovoří o právu dosavadních minoritních akcionářů⁷⁵ na dorovnání, v případě, že není poskytnuté protiplnění přiměřené hodnotě účastnických cenných papírů ke dni přechodu vlastnického práva. Výše protiplnění vztažená na jeden kus cenného papíru nesmí být zpravidla nižší, než tržní hodnota cenného papíru ke dni přechodu vlastnického práva. Zde ale pro znalce nastává ne jeden oceňovací oříšek. Hlavní akcionář musí znalecký posudek (nebo jiné odůvodnění protiplnění) dodat již s žádostí o svolání valné hromady, což může být i více než čtyři měsíce před případným přechodem vlastnického práva (viz časové schéma v příloze č. 3). Pro znalce je ohromně obtížné odhadovat situaci na trhu, která nastane až za několik měsíců, často se proto v praxi uchyluje k prohlášení, že výsledná výše protiplnění odpovídá skutečností známým nebo odhadnutým právě v den vypracování posudku. A že se posudek stane neplatným, jestliže se situace na trhu či v závodu nějak výrazně změní.

Minoritní akcionáři nesouhlasící s výší protiplnění se domáhají dorovnání nejdříve u hlavního akcionáře. Na základě praxe je doporučeno domáhat se dorovnání písemně⁷⁶, není však nutné hned stanovovat nějakou navrženou částku. Zákon o obchodních korporacích v § 390 odst. 1 pracuje s lhůtami poměrně nelogicky. Tříměsíční prekluzivní lhůta k uplatnění práva plyne od okamžiku zveřejnění zápisu usnesení valné hromady do obchodního rejstříku. Ten stejný odstavec ale ve svém úvodu říká, že dorovnání se vlastníci účastnických cenných papírů mohou domáhat od splatnosti protiplnění. Ke splatnosti protiplnění dochází okamžikem zápisu změny vlastnického

⁷³ Zákon č. 292/2013 Sb., o zvláštních řízeních soudních

⁷⁴ Více k těmto diskutabilním otázkám viz ŠPAČKOVÁ, Jana. Žaloba na přezkoumání přiměřenosti protiplnění za nucený výkup účastnických cenných papírů po rekodifikaci. *Právní rozhledy*. Praha: C. H. Beck, 2014, č. 11., str. 386 a násl.

⁷⁵ I budu užívat pojmy minoritní akcionáři a hlavní akcionář, i přesto, že v době přezkoumávání výše protiplnění minoritní již nejsou formálními vlastníky cenných papírů a hlavní akcionář je již jediný společník. Stejně tak je nazývá i ZOK.

⁷⁶ ŠTENGLOVÁ, HAVEL, CILEČEK, KUHN, ŠUK. *Zákon o obchodních korporacích: komentář.*, op.cit., str. 587; HEJDA: *Zákon o obchodních korporacích*, op. cit., str. 429

práva do příslušné evidence či předložením cenných papírů. Faktická lhůta je ve výsledku tedy pouze dvouměsíční. Jestliže nikdo v této lhůtě právo neuplatní, všem nenávratně zanikne i jakékoliv jiné právo na dorovnání. Jakmile se byť i jediný minoritní akcionář práva na dorovnání domůže, hlavní akcionář musí den tohoto uplatnění práva oznámit bez zbytečného odkladu způsobem, jakým společnost běžně svolává valnou hromadu.⁷⁷ Tím všem ostatním minoritním akcionářům vedle pravděpodobně ještě plynoucí tříměsíční lhůty naběhne promlčecí tříletá lhůta pro uplatnění práva u soudu. Ta se počítá od okamžiku, kdy hlavní akcionář splní oznamovací povinnost a sdělí den uplatnění práva na dorovnání. Zde je nová právní úprava opět naprosto nelogická v požadavku na hlavního akcionáře oznamovat den, kdy bylo uplatněno právo na dorovnání. Tento den na základě výše uvedených aspektů promlčecí lhůty ani v žádném jiném okamžiku squeeze-outu nehraje vůbec roli. Nicméně kladně hodnotím samotnou povinnost hlavního akcionáře informovat o tom, že některý z minoritních akcionářů právo na dorovnání vůbec uplatnil. Odstraňuje se tím informační deficit a v okamžiku, kdy se minoritní akcionáři dozvědí, že se některý z nich již domáhá dorovnání, mají možnost zvážení dalších společných kroků vůči hlavnímu akcionáři.

Po uplatnění práva na dorovnání by samozřejmě byla žádoucí dohoda s hlavním akcionářem. Není-li však konsenzu dosaženo, akcionáři se obrací na soud. Dostane-li se spor o výši protiplnění před soud a soud dle § 390 odst. 3 přizná právo na jinou výši protiplnění, je toto právo závazné vůči všem ostatním minoritním akcionářům. V praxi tedy často probíhá spor mezi hlavním akcionářem a úzkou proaktivní skupinkou vlastníků cenných papírů, kteří mají za cíl „vyhrát“ navýšení finanční kompenzace i pro všechny ostatní minoritní akcionáře. Ti, kdo svá práva uplatňovali u soudu, mají právo na náhradu nákladů účelně vynaložených v souvislosti se soudním sporem.

Formulace „*právo na jinou výši protiplnění*“ je diskutabilní. Ze zákona vyplývá, že v žádném případě nelze dospět k ceně pod hranicí navržené znaleckým posudkem⁷⁸ a koneckonců ani pod výši stanovenou v usnesení valné hromady. Nabízí se ale otázka, zda může v praxi dojít k situaci, kdy soud dospěje k závěru, že cenné papíry byly ve skutečnosti nadhodnocené a že vlastníci cenných papírů mají být o finanční kompenzaci dokonce zkráceni. Soud totiž, na rozdíl od ČNB, v řízení o přezkumu

⁷⁷ Srov. § 390 odst. 2 zákona o obchodních korporacích

⁷⁸ Srov. § 381 zákona o obchodních korporacích

výše protiplnění skutečně jmenuje dalšího nezávislého znalce a ten přezkoumává postupy znalce dříve jmenovaného hlavním akcionářem. Teoreticky k takové paradoxní situaci může dojít - znalec jmenovaný hlavním akcionářem akcie špatně ohodnotí (nadhodnotí) a minoritní akcionáři po přečtení znaleckého posudku zajásají, že budou „přepřelaceni“. Ke stanovení výše protiplnění nemají žádných námitek a během valné hromady navržené usnesení s radostí podpoří. Dále by bylo paradoxní, že by nějaký minoritní akcionář podával žádost na dorovnání tohoto protiplnění a spor by se dostal až k soudu.

Po účely zvýšení právní jistoty minoritních akcionářů, kteří se odvážili jít do sporu o výši protiplnění, se nově od hlavního akcionáře požaduje, aby svěřil souhrnnou výši dorovnání pro všechny minoritní akcionáře do soudní úschovy.⁷⁹ K tomuto dochází až po rozhodnutí soudu, když se přesně ví, o jaké výši dorovnání bylo rozhodnuto, a ve lhůtě, která je soudem rovněž stanovena. Soud následně vyzve dosavadní vlastníky, aby se u něj přihlásili o dorovnání. Musí tak udělat způsobem stejným, jakým společnost běžně svolává valnou hromadu. Společnost musí navíc uveřejnit rozhodnutí soudu a tu stejnou výzvu k přihlášení se o dorovnání opět způsobem pro svolání valné hromady. Jak vidno, zákon ukládá tyto povinnosti zčásti duplicitně pro společnost i soud. Vzhledem k tomu, že tím je posílena možnost minoritních akcionářů dozvědět se řádně a včas o výplatě dorovnání, zdá se to být v tomto případě odůvodněné.

Aby mohla výplata dorovnání proběhnout, je nutná součinnost společnosti se soudem (podobně jako byla nutná součinnost společnosti s pověřenou osobou). Soud potřebuje alespoň základní informace o každém akcionáři, aby si mohl ověřit jeho totožnost a peníze vyplatit správně osobě. Jestliže se minoritní akcionář nepřihlásí o svoje dorovnání ve lhůtě tří let od právní moci usnesení o přijetí do úschovy, rozhodne soud, že se dorovnání vrátí hlavnímu akcionáři. Minoritní akcionář má od vyvěšení tohoto soudního usnesení na úřední desce soudu ještě jeden rok na to, aby se o dorovnání přihlásil.⁸⁰

Zákon o obchodních korporacích také nově řeší případ, kdy se hlavní akcionář s minoritním na dorovnání dohodne. Myslí se tím dohoda, která úplně předejde soudnímu sporu, nebo bude uzavřena vedle soudního sporu nebo bude uzavřena

⁷⁹ Srov. § 390 odst. 4 zákona o obchodních korporacích

⁸⁰ Srov. § 390 odst. 5 zákona o obchodních korporacích

v rámci sporu ve formě soudního smíru.⁸¹ Jestliže dojde k dohodě, povinnosti hlavního akcionáře jsou obdobná jako v případě rozhodnutí soudu. Dohoda je závazná i vůči všem ostatním minoritním akcionářům, hlavní akcionář musí uzavření dohody oznámit stejným způsobem, jakým společnost svolává valnou hromadu, a peněžní prostředky pro výplatu dorovnění musí uložit do soudní úschovy. O vydání prostředků ze soudní úschovy platí stejná pravidla, jež byla popsána výše.

Odstavec sedmý paragrafu 390 ZOK řeší běh promlčecí lhůty na výplatu dorovnění zvlášť pro akcionáře, kteří nebyli součástí sporu nebo dohody s hlavním akcionářem. Těm se právo na výplatu dorovnění ze soudní úschovy promlčuje za tři roky od rozhodnutí soudu o přiznání práva na dorovnění, resp. od oznámení hlavního akcionáře o uzavření dohody.

Zásadních změn v úpravě práv akcionářů na dorovnění je hned několik. Dřívější obchodní zákoník v § 183k odst. 1 dával minoritním akcionářům uplatnit právo na dorovnění pouze u soudu, a to již od okamžiku obdržení pozvánky na valnou hromadu. Prekluzivní lhůta pro uplatnění práva končila jeden měsíc po zveřejnění usnesení valné hromady. Tato právní konstrukce dává větší smysl, akcionáři mohli již od okamžiku, kdy se dozvěděli, že se chystá vytěsnění, vejít do sporu s hlavním akcionářem. Prekluzivní lhůta byla nastavena tak, že činila přibližně měsíc a půl a vždy končila ještě před přechodem vlastnického práva (viz časové schéma v příloze č. 3). Oproti tomu dnešní formulace je mnohem komplikovanější a postrádá praktického smyslu. Prekluzivní lhůta je sice tříměsíční, ale faktický výkon práva je přípustný až od okamžiku vzniku práva na výplatu, což může být v případě listinných akcií nejdříve měsíc a den po začátku lhůty. Navíc v případě zaknihovaných akcií dává zákon hlavnímu akcionáři naprosto legální možnost výkon práva na dorovnění minoritním akcionářům úplně zablokovat. Požádat o dorovnění mohou až v okamžiku zápisu změny vlastníka v evidenci cenných papírů, k tomuto zápisu ale dává příkaz společnost (nyní již 100% ovládaná hlavním akcionářem). Společnost může příkaz teoreticky podat až tři měsíce po zápisu usnesení valné hromady do obchodního věstníku – tedy v okamžiku, kdy minoritním akcionářům právo žádat o dorovnění zaniklo. Dá se předpokládat, že v takovém případě by společnost byla žalována z důvodu porušení dobrých mravů v obchodním styku nebo jednání ve zlé víře. To

⁸¹ ŠTENGLOVÁ, HAVEL, CILEČEK, KUHN, ŠUK. *Zákon o obchodních korporacích: komentář.*, op.cit., str. 592

však nemění nic na faktu, že v tomto ohledu je v ZOK poměrně velká mezera, kterou budou muset v budoucnu pravděpodobně vyřešit soudy nebo novelizace.

Další významnou změnou je, že ZOK stanovuje závaznost dohody mezi hlavním a minoritním akcionářem i pro všechny ostatní minoritní akcionáře. Již tedy nebude docházet k situacím, kdy se hlavní akcionář dohodl postupně s každým „nespokojeným“ minoritou zvlášť a vůči ostatním, kteří se do sporu z nedostatku odvahy nebo z ledabylosti nepouštěli, mu nevznikala žádné povinnosti.⁸² Také povinnost hlavního akcionáře splnit dorovnání do soudní úschovy je nová a posiluje práva minoritních akcionářů. Svým způsobem také usnadňuje práci hlavnímu akcionáři. Ten pouze vloží potřebnou výši finančních prostředků do soudní úschovy a tím svoji povinnost dorovnání splnil. Výplata jednotlivým akcionářů je již v gesci soudu.

5.2. Analýza Nálezu Pl. ÚS 56/05

Současná právní úprava a současný pohled na proces vytěsnění by neexistovaly bez přelomového nálezu pléna Ústavního soudu pod spisovou značkou Pl. ÚS 56/05. Prvním významným podnětem k řešení ústavnosti squeeze-outu byl návrh podaný skupinou senátorů na jeho úplné zrušení. Návrh byl Ústavnímu soudu doručen 16. 11. 2005, již po významné novele provedené zákonem č. 377/2005 „o finančních konglomerátech“, jež nabyla účinnosti 29. 9. 2005. Nález Ústavního soudu byl publikován až 27. 3. 2008, tedy v době, kdy se další významná novelizace⁸³ úpravy vytěsnění chystala. Zejména, z toho důvodu, že Ústavní soud neposuzoval stížnost v jednom konkrétním případě vytěsnění, nýbrž se zaměřil na celý proces a jeho soulad s Ústavou, mohly být stanoveny obecné postupy a argumenty, které zakotvují naprosto základní pohled na proces vytěsnění. Některé z nich jsem v diplomové práci již uvedla, nyní se zaměřím zejména na ty, jež se týkají problematiky stanovení výše protiplnění:

- Bod 51 nálezu hovoří o chápání minoritních akcionářů jako pasivních vlastníků, jejichž přínos pro společnost ve formě přijímání rozhodnutí je nulový a nutná administrativa s nimi spojená je pro společnost spíše zátěží.

⁸² Toto proběhlo například v případě vytěsnění akcionářů ze Severomoravské energetiky, a.s., viz rozhovor s Danielem Benešem otištěný 31. 3. 2014 v týdeníku Euro: FOJTÍK, Vadim. Nejistá sezona. *Euro*. 2014, č. 13.

⁸³ Novela na základě zákona o nabídkách převzetí s účinností od 1. 4. 2008

- Body 52 a 62 se detailněji věnují roli minoritních akcionářů coby roli investorů. Je-li jim nabídnuto protiplnění, které jim dá příležitost jiné, stejně výnosné investice, vše je ústavně v pořádku. Jelikož jsou minoritní akcionáři ve společnosti spíše investory, musí počítat i s rizikem s investicí spojeným, a to zejména s rizikem změny jejich postavení ve společnosti.
- V bodě 61 Ústavní soud upozorňuje na to, že každý squeeze-out je jedinečný, „*vždy je zde konkrétní akciová společnost v konkrétní situaci (...) a je zde konkrétní situace na kapitálovém trhu*“. V každém jednom případě je úkolem ČNB, případně soudu, posoudit, zda byl squeeze-out proveden řádně a výše protiplnění byla stanovena správně.
- Jedním z nejdůležitějších bodů nálezu je bod č. 66, který se obsáhle věnuje roli znalce. V zásadě říká, že objektivita znalce a jeho práce je během vytěsnění zaručena hned několikrát. Povinnost nestrannosti a vyloučení podjatosti ukládá znalcům zákon o znalcích a tlumočnících. Objektivitu dále zaručuje soudní přezkum výše protiplnění (kterého se navíc mohou dovolávat pouze minoritní akcionáři) a dohled ČNB, jež úspěšně vyvíjí kritéria pro posouzení správného stanovení výše protiplnění.
- K tomuto Ústavní soud dále v bodě 71 přiznává, že skutečnost, že si znalece vybírá právě hlavní akcionář, je problematická a bude předmětem mnoha soudních sporů. Další opatření ze strany státu (mezi něž můžeme řadit i veřejný dohled nad znaleckou prací a to, že znalectví je vázaná živnostenská činnost) však tento nedostatek údajně dostatečně kompenzují.

Na několika místech se Ústavní soud dívá na celý proces očima hlavního akcionáře nebo také z ekonomického hlediska a upozorňuje na některé zajímavé skutečnosti:

- Ústavní soud se musel rozhodovat mezi základními právy dvou různých stran v rovině soukromoprávní, přičemž dal přednost právu hlavního akcionáře na podnikání před právem být menšinovým akcionářem ve společnosti vlastněné minimálně z 90% jednou osobou.⁸⁴ Tuto kolizi práv Ústavní soud řešil i v případě pod spisovou značkou I. ÚS 1768/09, kde dal opět přednost legitimnímu očekávání hlavního akcionáře, že má právo vytěsnění provést, jelikož tak jednoduše dovoluje zákon. Zrušení usnesení valné hromady o vytěsnění, jež bylo už několik let staré, by podstatně zasáhlo do práv všech zúčastněných nabytých v dobré víře.

⁸⁴ Viz bod 82 Nálezu Pl. ÚS 56/05

- Od prvního pomyslení na provedení squeeze-outu musí hlavní akcionář brát v potaz náklady s tím spojené. Nejvýznamnější nákladovou položkou bude samozřejmě protiplnění poskytované minoritním akcionářům, včetně případného dorovnání. Dále se musí počítat s odměnou pro znalce, s náklady spojenými s výplatou peněz prostřednictvím pověřené osoby a se soudními poplatky v případě prohraného sporu.⁸⁵ Ani pro hlavního akcionáře není proces vytěsnění nijak jednoduchý.
- Existují situace, kdy vytěsnění ze společnosti může být pro akcionáře vhodné. Jde zejména o období ekonomické konjunktury, kdy hodnota akcií klesá, z důvodů úspory nákladů společnosti může být výplata dividendy dokonce až pozastavena a podíly v akciových společnostech se stávají jinak těžce prodejnými, až neprodejnými.

5.3. Závěr ke kapitolám 3 a 4

Účelem těchto dvou kapitol bylo rozebrat účinnou právní úpravu vytěsnění a detailněji analyzovat ustanovení týkající se stanovení, výplaty a přezkumu výše protiplnění. Na základě studia právních norem různé právní síly je vidět, že squeeze-out přímo naráží na některá ústavní práva zaručená Listinou základních práv a svobod, s čímž se snaží ve svých nálezech vyrovnat Ústavní soud. Rovněž je proces squeeze-outu z velké části regulován ze strany Evropské unie, což ovlivňuje celou českou úpravu. Nejdůležitějším komunitárním předpisem je v tomto ohledu Směrnice EP a Rady 2004/25/ES o nabídkách převzetí.

Zákon o obchodních korporacích poměrně podrobně popisuje celý proces vytěsnění od podání žádosti hlavního akcionáře o svolání valné hromady až po výplatu dorovnání, o němž bylo rozhodnuto na základě dohody nebo soudního řízení. V textu jsem upozornila na několik nejasností a nelogičností, které ZOK přináší. Nejprve jsem shrnula problematiku určení hlavního akcionáře, která je poměrně složitá. Tabulka v příloze č. 1 ukazuje výpočty a kritéria pro určení hlavního akcionáře. Dále jsem se zaměřila na svolání a průběh valné hromady a následný přechod vlastnického práva. Zásadní změna oproti předchozí úpravě v obchodním zákoníku spočívá v prodloužení lhůty pro svolání valné hromady. Nejedná se již o mimořádný druh valné hromady s 15denní lhůtou pro svolání, ale ZOK nově přesně stanovuje v §377 lhůtu 30denní. Uvedla jsem na pravou míru, která různá vlastnická práva a ke kterým účastnickým papírům přecházejí. Jelikož existují cenné papíry v různých formách, snažila jsem se

⁸⁵ Viz bod 73 Nálezu Pl. ÚS 56/05

shrnout, jak proces přechodu a odevzdání cenných papírů proběhne v případě těchto různých forem a konkrétně také v případě cenného papíru imobilizovaného.

Na závěr druhé kapitoly jsem se krátce věnovala novému občanskému zákoníku, který je v hierarchii právních předpisů předpisem obecným k zákonu o obchodních korporacích, a proto se institut vytěsnění a procesy v něm obsažené musí řídit některými obecnými ustanoveními OZ. Také jsem shrnula ustanovení zákona o podnikání na kapitálovém trhu, jež se týká speciálně vytěsnění ve společnostech obchodovaných na evropských regulovaných trzích. Poté, co jsem čtenářům této práce objasnila českou právní úpravu, jsem se zaměřila na tu zahraniční. Ve stručnosti jsem porovнала českou úpravu s úpravou některých vybraných evropských států (Německo, Rakousko, Francie, Itálie,...) a s americkou legislativou.

Ve třetí kapitole jsem se úzce zaměřila na problematiku protiplnění z právního hlediska. Stanovení výše, výplata a přezkum protiplnění jsou stěžejní kroky v rámci vytěsnění. Vzhledem k poměrně velkému počtu různých lhůt a procesních kroků jsem zpracovala časové schéma procesu vytěsnění, s pomocí kterého se dá v celém procesu vytěsnění snáz orientovat. Nejdiskutovanějšími aspekty vytěsnění jsou dohled ČNB, jehož právní úprava byla v průběhu času několikrát novelizována, a soudní přezkum výše protiplnění. Oboje souvisí s množstvím judikátů a nálezů Ústavního soudu, jež byly také rozebrány. V průběhu a pravidlech soudního přezkumu proběhly při rekodifikaci významné změny, které veskrze posilují práva minoritních akcionářů na přezkum výše protiplnění a které byly v této kapitole také popsány.

6. Role, úkoly a zásady znalce při určení výše protiplnění

Minoritnímu akcionáři náleží při vytěsnění plné odškodnění za ekonomickou ztrátu, kterou utrpí při nedobrovolném odchodu ze společnosti. Nejvýznamnější ztrátou je zanikající právo na vyplácené dividendy, ukončení pozice akcionáře coby investora držící akcie společnosti a odebrání dalších výhod, které mu na základě realizace práv inkorporovaných do cenného papíru náleží. Protiplnění musí ve své hodnotě odpovídat alternativní investici, která poskytne akcionáři stejné výhody a výnosnost při stejném riziku. Někteří minoritní akcionáři jsou na svoji účast ve společnosti hrdí i z čistě osobních či nostalgických důvodů.⁸⁶ Odebráním jejich účasti ve společnosti utrpí újmu, která se však nedá objektivně vyčíslit a proto se s ní ani při ocenění účastnického cenného papíru nepočítá. Úkolem znalce je co nejobjektivněji určit protiplnění, jehož výši musí poté obhájit před hlavním akcionářem, minoritním akcionářem, případně před ČNB a soudem.

6.1. Legislativní rámec znalecké, resp. odhadcovské práce

Oceňovat závod a jeho majetek (nejen pro účely squeeze-outu) může tzv. soudní znalec, jehož oprávnění a činnost upravuje zákon č. 36/1967 Sb., o znalcích a tlumočnících (dále jen „ZnalZ“), nebo tzv. odhadce, který má příslušné oprávnění podle zákona č. 455/1991 Sb., o živnostenském podnikání (dále jen „živnostenský zákon“). Oba dva předpisy upravují podmínky pro výkon znalecké činnosti různě a je tedy na místě se jim detailněji věnovat.

Soudní znalci

Zákon o znalcích a tlumočnících stanovuje pravidla pro udělení povolení k činnosti, pro výkon činnosti samotné, upravuje práva a povinnosti znalců a tlumočnicků a odpovědnost za jejich případné delikty. V dalším textu se budu zákonem zabývat pouze z pohledu znalců.

Znaleckou činnost mohou podle § 2 ZnalZ vykonávat pouze znalci zapsaní do seznamu znalců a dále také znalecké ústavy. Znalce – fyzické osoby - v jednotlivých oborech jmenuje ministr spravedlnosti nebo předseda krajského soudu v rozsahu,

⁸⁶ Jak je patrné z příspěvku vytěsněného akcionáře ze společnosti Plzeňský prazdroj, a.s. otištěného v Lidových novinách dne 1. srpna 2013, viz PETR, Miroslav. Prodaná hrdost. *Lidové noviny*. Praha: Lidové noviny, 2013, č. 177.

v němž je ministrem spravedlnosti k tomu pověřen. Po jmenování skládá znalec do rukou osoby, která ho jmenovala, slib a poté je zapsán do seznamu znalců a je mu přiděleno identifikační číslo. Seznam znalců je veden krajským soudem příslušným podle místa trvalého pobytu znalce, je veřejně přístupný⁸⁷ a dohlíží na něj předseda krajského soudu⁸⁸. Samotný výkon znalecké činnosti potom organizuje a řídí dle § 123 odst. 1 písm. l) zákona o soudech a soudcích ministerstvo spravedlnosti.

Podmínky, které musí znalec pro jmenování splnit, jsou v porovnání s živnostenským zákonem formulovány poměrně vágně. Platí obecné podmínky české státní příslušnosti, plné způsobilosti k právním úkonům, bezúhonnosti a souhlasu znalce se jmenováním. Zákon dále stanoví, že znalec nesmí být tři roky před jmenováním vyškrtnut ze seznamu znalců z důvodu porušení povinností daných zákonem o znalcích a tlumočnících. Měl by mít potřebné znalosti a zkušenosti z oboru, nejlépe doložené vzděláním, a osobnostní předpoklady a vlastnosti, které zaručí řádný výkon znalecké činnosti. Co jsou však osobnostní předpoklady a vlastnosti není dále specifikováno (ani ve vyhlášce) a otevírá se tím nežádoucí prostor pro nejednoznačný a subjektivní výklad těchto pojmů krajskými soudy při jmenování znalců. Z § 5 ZnalZ odst. 1 dále vyplývá, že znalcem nebude jmenován automaticky každý, kdo tyto podmínky splňuje, ale bude prováděn výběr mezi „kandidáty“. Přitom se dle formulace § 4 odst. 1 písm. e) dá přednost uchazečům, kteří doloží dosažení vzdělání v daném oboru. Hledisko potřebné znalosti a zkušenosti znalectví je důkladně popsáno na stránkách www.justice.cz, kde jsou v sekci ministerstva spravedlnosti zveřejněna a detailně popsána kritéria, která rozhodují při jmenování znalce ve vybraných oborech⁸⁹.

Paragraf druhý v poslední větě odstavce prvního ZnalZ svěřuje výkon znalecké práce také znaleckým ústavům. Podle § 21 ZnalZ jsou znaleckými ústavy právnické osoby nebo jejich organizační složky, které jsou specializovány na znaleckou činnost a jsou zapsány do seznamu znaleckých ústavů. Správu a zápis do seznamu znaleckých ústavů má v kompetenci ministerstvo spravedlnosti, které tímto zajišťuje nad právníckými osobami – znalci – o stupeň vyšší dohled než krajské soudy v případě znalců – fyzických osob. Seznam rozlišuje dva typy znaleckých ústavů – do druhého

⁸⁷ Na www.justice.cz

⁸⁸ Srov. § 126 odst. 1 písm. k) zákona o soudech a soudcích

⁸⁹ Viz <http://portal.justice.cz/Justice2/MS/ms.aspx?o=23&j=33&k=5863&d=321691>

oddílu seznamu se zapisují vysoké školy⁹⁰, veřejné výzkumné instituce a jiné osoby veřejného práva vykonávající vědeckovýzkumnou činnost⁹¹ v příslušném oboru. Tyto ústavy zpracovávají znalecké posudky ve zvlášť obtížných či komplexních případech, přičemž využívají svého vědeckého potenciálu a množství zkušených odborníků úzce zaměřených na danou problematiku. Do prvního oddílu jsou zapisovány všechny ostatní ústavy, které nenáleží do oddílu druhého. Spadají sem tedy zejména obchodní společnosti, pro které je znalecká práce zdrojem příjmů, a proto jsou na ně kladeny některé požadavky. *„Žadatele lze zapsat do prvního oddílu seznamu znaleckých ústavů, pokud:*

- a) alespoň tři jeho společníci, členové nebo zaměstnanci v pracovním poměru, kteří pro něj vykonávají znaleckou činnost, jsou znalci zapsanými pro požadované obory a nevykonávají znaleckou činnost v daném oboru v jiném znaleckém ústavu zapsaném v prvním oddílu; postačí však, pokud dvě z těchto osob jsou znalci zapsanými pro příbuzný obor,*
- b) má odpovídající materiální a personální vybavení pro výkon znalecké činnosti.*

Tyto podmínky musí být splněny pro každý obor, který je předmětem návrhu na zápis.“⁹²

Překážkou pro zápis žadatele do seznamu je skutečnost, že byl daný znalecký ústav nebo jeho společník/zaměstnanec/člen v posledních třech letech vyškrtnut ze seznamu znaleckých ústavů, resp. znalců. Pokud je žadatelem akciová společnost, může být do seznamu zapsána jen, pokud má emitované pouze akcie na jméno.⁹³ I přesto, že znalecký posudek vydává právnická osoba, musí na něm být uvedena fyzická osoba, která posudek připravovala a která je schopná před orgánem veřejné moci osobně stvrdit správnost.

Zákon o znalcích a tlumočnících v § 8 – § 19 stanovuje povinnosti znalců a určuje některá základní pravidla pro výkon znalecké činnosti. V návaznosti na toto dále v § 25a a § 25b upravuje přestupky znalců a správní delikty znaleckých ústavů a sankce za jejich spáchání. Znalec je povinen vykonávat činnost řádně, osobně a pouze v oboru a v odvětví, pro které byl jmenován. Musí dodržovat mlčenlivost, vést znalecký deník a vyhotovuje-li posudek písemně, je povinen ho opatřit podpisem a

⁹⁰ Dle § 21 odst. 4 ZnalZ musí taková vysoká škola mít v daném oboru akreditovaný doktorský stupeň studia

⁹¹ Například nemocnice, archivy, muzea, atd.

⁹² § 21b zákona o znalcích a tlumočnících

⁹³ Srov. § 21b odst. 4, 5 zákona o znalcích a tlumočnících

otiskem pečeti⁹⁴. Znalec nesmí zpracovat posudek, je-li pochybnost o jeho nepodjatosti. Jakmile se znalec nebo účastníci řízení, v rámci kterého je znalecký posudek zpracováván, dozví o skutečnostech, které by zpochybňovaly znalcovu nepodjatost, musí to neprodleně ohlásit orgánu, jenž ho ustanovil. Ten následně rozhodne o vyloučení, nebo nevyloučení znalce z řízení.

Zákon dále stanoví základní rámec pro odměňování a výplatu náhrad nákladů spojených se znaleckou činností⁹⁵ a podmínky pro pozastavení či úplný zánik práva vykonávat znaleckou činnost.

Odhadci

Oceňování majetku při výkonu profese odhadce je podle zákona č. 455/1991 Sb., o živnostenském podnikání (dále jen „živnostenský zákon“) vázanou živností. V příloze č. 2 k živnostenskému zákonu jsou stanoveny podmínky, které odhadce musí splnit pro oceňování nehmotného majetku, finančního majetku a podniku. V každém případě musí mít vysokoškolské vzdělání, a to přímo v oboru věnovaném oceňování majetku. Zákon dále dovoluje mít jakékoliv vysokoškolské vzdělání doplněné o další 4 semestry vzdělávání zaměřeného na oceňování majetku dané kategorie, respektive 2 semestry vzdělávání a 2 roky praxe v oboru.

Právní odpovědnost

Znalci a znalecké ústavy mají občanskoprávní, trestněprávní i správně právní odpovědnost. V soukromoprávní rovině je stanovena odpovědnost znalce především na základě judikatury. Nejvyšší soud v rozsudku 25 Cdo 883/2006 judikoval, že „soudem ustanovený znalec, který vypracoval chybný znalecký posudek, odpovídá za škodu, která vznikla účastníku řízení tím, že mu soud na základě tohoto posudku přiznal nižší plnění.“ Osoby, kterým vznikla škoda kvůli chybně vypracovanému znaleckému posudku, se tedy mohou na znalci dožadovat náhrady škody.

Trestněprávní odpovědnost nese znalec coby fyzická osoba dle trestního zákoníku i znalecký ústav na základě zákona č. 418/2011 Sb., o trestní odpovědnosti právnických osob. Trestní zákoník ukládá v § 346 znalcům trestní odpovědnost za nepravdivý, hrubě zkreslený nebo neúplný znalecký posudek s trestem odnětí svobody maximálně

⁹⁴ Další náležitosti posudku stanovuje § 13 vyhlášky ministerstva spravedlnosti 37/1967 Sb. ze dne 17. dubna 1967

⁹⁵ Podrobněji upravuje vyhláška Ministerstva spravedlnosti č. 37/1967 Sb.

na dva roky nebo zákazem činnosti. Jedná se odpovědnost subjektivní, je tedy nutné prokázat úmysl.

Správně právní odpovědnost upravuje ZnalZ a vyhláška Ministerstva spravedlnosti č. 37/1967 Sb. Znalec je odpovědný za přestupky definované ve ZnalZ. Jestliže poruší například povinnost vykonávat znaleckou činnost řádně, osobně, zachovávat mlčenlivost, vést řádně znalecký deník, nepodat posudek, jestliže lze mít pochybnosti o jeho nepodjatosti atd. hrozí mu udělení pokuty až do výše 200 000 Kč, znaleckému ústavu poté až do výše 400 000 Kč.⁹⁶

6.2. Standardy hodnoty a metody oceňování

Při oceňování závodu se nejčastěji pracuje s pojmy cena a hodnota. Následující definice ukazují, že mezi cenou a hodnotu je úzký vztah, který je obzvláště při oceňování důležité chápat. Pojem cena se dá vykládat v mnoha různých účetních, právních i oceňovacích významech. OZ definuje v § 492 cenu jako hodnotu věci, lze-li ji vyjádřit v penězích. Klasické učebnice ekonomie definují cenu jako částku, které je nutné se vzdát, aby mohl být získán určitý statek či služba.⁹⁷ Pro účely oceňování se cena chápe jako „indikace relativní hodnoty přisouzené zboží nebo službě konkrétním kupujícím a/nebo prodávajícím za určitých podmínek.“⁹⁸ Nejčastěji to je částka požadovaná, nabízená, domluvená nebo již zaplacená za zboží nebo službu. Oproti tomu hodnota pouze odhaduje, jaká bude pravděpodobná cena. Z ekonomického hlediska odráží hodnota užitek, který bude mít ten, jenž vlastní zboží nebo službu. Hodnota statku je dána jeho omezeným množstvím a neomezenými lidskými potřebami. Skutečnost, že člověk statek potřebuje/chce, ale zároveň ho existuje omezené množství, vytváří tzv. směnnou hodnotu. Od směnné hodnoty je již blízko k ceně statku. Robert Holman definuje cenu aktiva, v našem případě akcie, jako závislost na očekávaném výnosu aktiva a úrokové míře⁹⁹. S touto závislostí přímo souvisí určení diskontní míry při oceňování závodu výnosovými metodami, což je problém i při provádění squeeze-out velmi diskutovaný, a proto i já se mu budu

⁹⁶ Různé aspekty znalecké práce poměrně uceleně shrnuje KŘÍSTEK, Lukáš. Problematika znaleckých posudků a odpovědnost znalce. *Sborník Karlovarské právnické dny*. 2013, č. 21

⁹⁷ PEARCE, David W. *Macmillanův slovník moderní ekonomie*. 1. české vydání. Praha: Victoria Publishing, 549 s. ISBN 80-856-0542-2., str. 35

⁹⁸ MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3. upr. a rozš. vydání. Praha: Ekopress, 2011, 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5., str. 21

⁹⁹ HOLMAN, Robert. *Ekonomie*. 5. vydání. Praha: C. H. Beck, 2011, 696 s. ISBN 978-80-7400-006-5., str. 326

v diplomové práci věnovat. V následujícím textu se však nejdříve detailněji zaměřím na různé standardy hodnoty, jelikož jsou opěrným bodem celého ocenění.

Při oceňování je zásadní hned na začátku určit, jaký účel naše ocenění má a v jaké kategorii hodnoty (basis of value) se budeme na základě toho pohybovat.¹⁰⁰ Kategorie hodnoty dále ovlivňuje výběr vstupních dat a metodiku, resp. postup ocenění. Mezinárodní oceňovací standardy (dále jen „Standardy“) rozlišují tři kategorie hodnoty¹⁰¹:

1. Hodnota dosažitelná na volném, otevřeném trhu při transakci uskutečněné po náležitém marketingu mezi ochotných prodávajícím a ochotným kupujícím, jenž jsou na sobě nezávislí, dobře informovaní, opatrní a nenucení do transakce. Takovou hodnotou je typicky tržní hodnota (market value).
2. Subjektivní hodnota pro konkrétní subjekty, které daný statek nebo aktivum chtějí vlastnit z konkrétního (investičního) důvodu. Na tržních silách a na tržní ceně může být úplně nezávislá. Do této kategorie může patřit investiční hodnota (investment value) nebo tzv. speciální hodnota (special value).
3. „Férová“ hodnota (fair value) zobrazuje zájem dvou konkrétních nezávislých subjektů na uskutečnění obchodu a oboustranné výhody, které obě strany budou z obchodu mít. Aktivum nemusí přitom být veřejně obchodovatelné a férová hodnota vůbec nemusí (ale může) odpovídat tržní hodnotě.

Kromě těchto tří základních oblastí kategorií Standardy dále definují¹⁰²:

- speciální hodnotu (special value), která odráží specifické atributy a zvláštní užitky pro daného kupujícího, přičemž by tyto užitky jiný kupující neměl (jde zejména o geografické, fyzické nebo právní charakteristiky aktiva);
- synergickou hodnotu (synergistic value) jako dodatečnou část hodnoty, která vznikne kombinací dvou a více podílů, takto spojené podíly mají větší hodnotu, než kdyby dále existovaly samostatně.

Jak vidno, Standardy nejprve vydefinovaly, jak daná oblast kategorie hodnoty vypadá, a až potom byly do každé oblasti přiřazeny konkrétní kategorie hodnot. A tak do oblasti první (nazývejme ji dále pro zjednodušení kategorií tržní hodnoty) může patřit i hodnota pokračujícího závodu (going concern value). Do oblasti subjektivních hodnot lze zařadit vedle investiční hodnoty i zmíněnou speciální a synergickou

¹⁰⁰ IVS (2011) 101, 2c, str. 30

¹⁰¹ IVS (2011) Framework, str. 19-20

¹⁰² IVS (2011) Framework, str. 24

hodnotu. Férová hodnota je asi nejširší oblast kategorií, jelikož v závislosti na konkrétní situaci může být férovou hodnotou de-facto jakákoliv úroveň hodnoty - tržní hodnota, likvidační hodnota, a v případě squeeze-out by se obzvláště nabízela speciální nebo synergická hodnota¹⁰³. V českých odborných publikacích se kategorie hodnoty poměrně striktně oddělují¹⁰⁴, ale jak ukážu dále v práci, v praxi se naopak velmi prolínají. Soudy, zejména zahraniční, totiž při výkladu problematiky stanovení výše protiplnění pojmy zaměňují a bohužel nerozlišují ekonomické ani oceňovací chápání termínů (například tržní hodnota/cena, dále zaměňují metody a kategorie hodnoty).

V České republice je znalci a oceňovateli uznávána publikace manželů Maříkových, která dále uvádí některé kategorie hodnoty používané v německy mluvících zemích. Standardy IWD a kategorie hodnot v nich definované jsou typické jednak svou objektivitou a dále speciální funkcí při řešení sporů, ve kterých obě strany prováděného obchodu mají silně vyhraněné zájmy. Proto bych je ani já neměla při studiu oceňování v rámci squeeze-out přehlédnout, ale naopak na ně upozornit a některá pravidla a myšlenky objektivizovaného oceňování rozvinout. Kolínská škola je typická řešením rozporů mezi stranami obchodů, na základě čehož rozvinula koncept několika funkcí znalce. Navrhuji, aby se znalec při vytěsnění akcionářů vždy snažil zaujmout funkci rozhodce. Ten má dle Kolínské školy „*nalézt „výslednou“ hodnotu, která by určitým způsobem vyvažovala hodnotové pohledy a zájmy účastníků transakce*“. Z podstaty squeeze-outu ale vyplývá, že vyvážit zájmy a hodnoty obou stran je nemožné. Znalec by měl tudíž, coby rozhodce, nestranně posoudit předložená fakta a na základě toho rozhodnout o hodnotě. Také ostatní funkce znalce, které definovala Kolínská škola (poradenská, argumentační, daňová, komunikační), jsou vždy určitým způsobem závislé na postavení účastníků transakce. Všechna ocenění budou tedy subjektivními oceněními, nikoliv objektivizovanými. Objektivizovaná ocenění jsou naopak ta, která dají obecně platný závěr použitelný nezávisle na typu transakce a reprodukovatelný za každých okolností.¹⁰⁵ I subjektivní ocenění musí být

¹⁰³ Že jejich použití je však vyloučeno, ukážu v dalších částech mé práce.

¹⁰⁴ Autoři mnoha publikací o oceňování a vyučující, se kterými jsem se při studiu oceňování setkala, se často snaží o jednoznačnou definici fair value. Dle mého názoru je tato snaha zbytečná, již sám pojem naznačuje, že férová hodnota je jednoduše taková hodnota, která bude spravedlivá, férová a měla by uspokojit obě strany obchodu. Jaká přesně hodnota to je a jak bude určena, se může případu od případu lišit. Při definici pojmu fair value si autoři situaci komplikují dále tím, že se ve snaze obsáhnout celou problematiku zabývají pojmem fair value používaného v účetnictví. Ten je však precizně definován a stanoven a hodí se jen na situaci, která splňuje podmínky v definici obsažené.

¹⁰⁵ MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy.*, op. cit., str. 28-32

ale přezkoumatelné a velmi dobře vyargumentované, bude ale platné vždy pouze pro daný případ.

Celá problematika vztahu kategorie hodnoty a metody oceňování se dá shrnout následovně: k dané kategorii hodnoty můžeme dojít několika metodami ocenění. Vedle těchto dvou pojmů ale ještě existuje pojem báze neboli hladina hodnoty. Hladina hodnoty brutto napovídá, že oceňujeme závod jako podnikatelskou entitu (tedy i se závazky), zatímco na hladině netto oceňujeme pouze tzv. equity závodu. Při ocenění variantou equity zjišťujeme hodnotu vlastního kapitálu – jeho reálnou hodnotu, nikoliv účetní. Hodnota brutto vyjadřuje hodnotu závodu pro vlastníky i věřitele, zatímco hodnota netto hodnotu jenom pro vlastníky. Logicky bude tedy při ocenění v rámci squeeze-outu výsledkem hodnota netto. K hodnotě netto se dostaneme oběma způsoby – oceněním entity i ekvity, rozdíl spočívá pouze v závěrečném odečtení/neodečtení dluhů společnosti. Při oceňování výrobních závodů či závodů fungujících v tradičních odvětvích zpravidla nezáleží na volbě hladiny ocenění. Jiná situace nastává při odhadu hodnoty akcií finančních institucí, ve kterých se struktura pasiv liší od jiných odvětví. Poměr vlastního kapitálu k cizímu kapitálu je zde výrazně nižší, jelikož velkou většinu pasiv tvoří vklady klientů - tedy cizí kapitál.

Při rozhodování, jakou metodu ocenění závodu (resp. majetkového podílu na závodu) použít, je v první řadě určující účel ocenění a dále ekonomická situace závodu. Společnost, ve které se chystá hlavní akcionář provést squeeze-out, je většinou v dobré ekonomické situaci a bylo by možné použít výnosovou metodu nebo metodu tržního porovnání. Může ale také dojít k případům, kdy vytěsnění akcionářů je jenom jedním z kroků v ozdravení společnosti nebo v provedení fúze či akvizice. V tom případě by bylo na místě použití likvidační, resp. substanční hodnoty nebo hodnoty amortizační hodnoty.¹⁰⁶ U nás, ale i celosvětově nejrozšířenější oceňovací metodou je bezesporu metoda diskontovaných peněžních toků (dále jen „metoda DCF“¹⁰⁷).

Metoda DCF

Metoda DCF je vhodná pro závody, které prosperují a u kterých se pro účely ocenění předpokládá nekonečné trvání. Tato metoda tedy koresponduje s kategorií hodnoty

¹⁰⁶ V případě likvidační, resp. substanční hodnoty se jedná o tzv. majetkové ocenění na základě analýzy majetku a individuálního ocenění jednotlivých majetkových složek podniku. V rámci metody amortizační hodnoty se předpokládá, že společnost bude ještě několik let existovat, tvořit (byť i nízké) cash flow a až následně bude zlikvidována. Při výpočtu tedy kombinujeme výnosové a majetkové ocenění.

¹⁰⁷ Z anglického discounted cash flow.

going concern value. Hodnota závodu podle DCF je tvořena současnou hodnotou budoucích peněžních toků. Budoucí finanční toky nejreálněji zobrazují budoucí užitky pro investora, jejich současná hodnota tedy poměrně věrně odráží hodnotu závodu coby investičního aktiva.

Nyní ale již k postupu výpočtu metodou DCF.¹⁰⁸ Prvním krokem při výpočtu DCF je stanovení peněžních toků. V rámci DCF entity se počítá s finančními toky, které jsou v daný moment k dispozici vlastníkům i věřitelům závodu a které nazýváme Free Cash Flow to Firm (FCFF). Vychází se z provozního výsledku hospodaření již korigovaného například o některé položky související s neprovozním majetkem a o jednorázové, pravidelně se neopakující, výnosy a náklady. Tento korigovaný provozní zisk se dále upraví tak, aby opravdu představoval ty „volné peníze“ pro vlastníky i věřitele. Ke korigovanému provoznímu zisku se přičtou všechny náklady daného období, které nebyly výdaji (typicky odpisy) a odečtou se investiční výdaje. Při variantě equity se takto získané FCFF musí dále upravit na hodnotu představující toky pouze pro vlastníky, přičtou se tedy nově přijaté úvěry a odečtou se splátky úvěrů a placené úroky. Volné peněžní toky se většinou propočítávají na několik příštích let (obvykle 5 - 7 let), které tvoří tzv. první fázi. Následující druhá fáze spočívá v odhadu tzv. pokračující hodnoty – tedy hodnoty, kterou závod s vidinou nekonečného trvání má na konci první fáze. Takto naprojektovány free cash flow a pokračující hodnota jsou diskontovány na současnou hodnotu diskontní mírou. Určení diskontní míry je samostatnou, velmi významnou a diskutabilní částí oceňování, proto jí je věnována celá zvláštní podkapitola.

Jak již bylo několikrát řečeno, jestliže jsme se při všech krocích ocenění pohybovali ve variantě equity, dostaneme hned hodnotu závodu netto. Jinak musíme pro její dosažení od hodnoty brutto odečíst cizí úročený kapitál. Na úplný závěr přičteme k hodnotě netto účetní hodnotu neprovozních aktiv (typicky pozemky, vlastněné dlouhodobé cenné papíry, a další aktiva, která slouží spíše pro uložení peněz) a dostaneme tak částku, jež by se dala za závod požadovat. Ačkoliv je metoda DCF světově nepoužívanější metodou, experti doporučují kombinovat ji s dalšími, pro

¹⁰⁸ Cílem této kapitoly je pouze nastínit základní myšlenky a kroky při ocenění. Celá metoda je detailně a prakticky popsána v obou dílech učebnice manželů Maříkových.

danou oceňovanou společností, vhodnými metodami a konečný výsledek hledat v průniku dílčích výsledků různými metodami dosažených.¹⁰⁹

Fair value

Nyní bych se chtěla detailněji zaměřit na kategorii hodnoty fair value. Bylo již nastíněno, že nejen v české odborné sféře je pojem fair value velmi diskutabilní a nejasný. Směrnice o nabídkách převzetí v článku 15, odstavci 2 hovoří o odprodeji cenných papírů za „férovou cenu“ (fair price), aniž by dále bylo specifikováno, co taková fair price je. Český překlad fair price (nebo také fair value) může znít „spravedlivá cena“. S tímto termínem často pracuje česká legislativa i judikatura, opět bez jediného konkrétnějšího ustanovení, které by spravedlivou cenu definovalo.¹¹⁰ Některé konkrétnější definice jsou obsaženy v mezinárodních účetních, resp. oceňovacích standardech. Mezinárodní oceňovací standardy (IVS 2) ji v odstavci 3.2 definují jako: *„částku, za kterou by aktivum mohlo být směřeno mezi informovanými a nezávislými stranami, které mají na transakci zájem.“* Mezinárodní účetní standard 39 (IAS 39), odstavec 9 mluví o částce, *„za níž by bylo možné účastnický cenný papír směřnit, a to při transakci mezi nezávislými, informovanými a ochotnými stranami.“*

Poslední zmíněná definice se kryje s definicí tržní hodnoty užívanou v oceňování. Odkazuje na ni také sama ČNB ve své metodice OCE, ačkoliv hned vzápětí uznává, že při vytěsnění nejsou podmínky pro určení fair value, tak, jak ji definují IAS, splněny. Chybí totiž předpoklad ochotného prodávajícího. I přesto se pro účely oceňování při vytěsnění zdá kategorie hodnoty fair value jako nejvhodnější. V žádném případě ale nelze bez dalšího převzít například tržní cenu akcie (známou z trhu cenných papírů, či odvozenou od podobných již uskutečněných transakcí). Při obchodování na trhu cenných papírů jsou obchody řízeny na základě pokynů prodávajícího nebo kupujícího, oba jsou tedy ochotni transakci provést. Zpravidla také dochází k situaci, že skutečná „vnitřní“ hodnota akcie neodpovídá obchodované ceně, proto je zvláštní ocenění a nalezení spravedlivé hodnoty akcie na místě. Dochází k němu zásadně skrze ocenění závodu jako celku, jehož hodnota je poté poměrně rozdělena mezi jednotlivé kusy vydaných účastnických cenných papírů (hodnota

¹⁰⁹ BDO Corporate Squeeze-out and valuation methodology innovation on the Luxembourg financial market leveraging European corporate finance expertise. [online]. [cit. 2014-10-30]. Dostupné z: <http://www.bdo.lu/uploads/files/Corporate-Squeeze-out.pdf>, str. 10

¹¹⁰ Srov. např. § 530 odst. 2 OZ. Nález Pl. ÚS 56/05 v několika bodech odůvodnění garantuje právo na spravedlivou výši protiplnění. Dále ÚS ve svém nálezu III. ÚS 989/08, v bodě 51 usoudil, že proces v dané věci vedl ke spravedlivému výsledku.

akcie je alikvotním podílem na hodnotě závodu). Tento postup také doporučuje ČNB.¹¹¹

K závěru, že fair value nelze ztotožňovat s market value akcie, se přiklání i další autoři¹¹². V některých zdrojích lze dokonce narazit na názor, že fair value je právnícký pojem, který soudy vynalezly, aby jej mohly aplikovat na některé specifické transakce (typicky například squeeze-out). Dotaženo do extrému by se dalo říci, že fair value je cokoliv, co soudy jako fair (spravedlivé) označí.¹¹³

Jak dospět k fair value?

Hamermesh a Wachter ve své studii¹¹⁴ zkoumali nejvhodnější oceňovací metody:

- metodu spravedlivé tržní hodnoty (fair market value),
- metodu výpočtu hodnoty z obchodů třetích stran (third-party sale value)¹¹⁵ a
- metodu ocenění going concern (going concern value).

Dospěli k závěru, že jediná správná metoda je ocenění závodu jako going concern s následným poměrným přepočtem hodnoty na jednotlivé akcie. Jejich příspěvek v Boston College Law Review mimo jiné odkazuje na straně 1026 na jednu z prvních zmínek o fair value obsaženou v rozsudku Nejvyššího soudu státu Delaware z roku 1950: „*Základní koncept hodnoty na základě zákona o oceňování je ten, že akcionář je oprávněn na výplatu toho, co mu bylo odňato – tj. jeho poměrný podíl na společnosti, jež funguje jako going concern.*“¹¹⁶ Pro výpočet fair value se tedy přímo nabízí metoda ocenění společnosti jako going concern pomocí DCF, přičemž autoři upozorňují na některá úskalí výpočtu DCF.

¹¹¹ Metodika OCE 1.1, str. 5

¹¹² Viz BEBCHUK, Lucian a KAHAN, Marcel. Adverse selection and gains to controllers in corporate freezeouts. [online]. [cit. 2014-10-26]. Dostupné z:

http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=147568, str. 3-4;

ZIMA, Petr. K rozhodnutí Nejvyššího soudu ve věci přístupu k oceňování a metodám oceňování.

Právní rozhledy. 2013, č. 5., str. 178 a násl.;

ZIMA, Petr. Oceňování při squeeze-out. *Právní rozhledy*. 2011, č. 8., str. 267 a násl.

¹¹³ Viz např. článek Fair Value vs. Fair Market Value na blogu New York Business Divorce tvořeném Petrem Mahlerem, který se detailně a dlouhodobě zabývá problematikou spravedlivého protiplnění.

¹¹⁴ HAMERMESH, Lawrence A. a WACHTER, Michael L.. Rationalizing Appraisal Standards in Compulsory Buyouts. *Boston College Law Review* [online]. 2009, Vol. 50:1021 [cit. 2014-10-26].

Dostupné z:

http://www.bc.edu/content/dam/files/schools/law/bclawreview/pdf/50_4/03_hamermesh%20&%20wachter.pdf

¹¹⁵ V oceňování se jedná o metodu srovnatelných transakcí.

¹¹⁶ Vlastní překlad

Předně se musí při stanovení výše celkových cash flow vedle budoucích cash flow tvořených současným majetkem společnosti brát v úvahu také investiční a reinvestiční možnosti společnosti známé ke dni ocenění a cash flow z nich plynoucí. Dalším problémem při ocenění závodu metodou DCF je zdroj, ze kterého znalec získá finanční plán a plán investic společnosti. Nejčastěji mají k těmto budoucím plánům přístup manažeři a kontrolní vlastníci společnosti, tedy ti, kteří iniciují vytěsnění. Lze je proto důvodně podezřívat, že informace jimi podané nejsou pravdivé nebo při nejmenším zkreslené.¹¹⁷ Česká soudní praxe tento problém řešila v rámci vytěsnění akcionářů ze společnosti ČSAD Frýdek Místek, a.s. Příklad se dostal až k Nejvyššímu soudu, jenž potvrdil rozhodnutí soudů nižších instancí a judikoval, že: „S námitkou dovolatelky, že soudem ustanovený znalecký ústav vycházel z finančního plánu zpracovaného představenstvem společnosti, se (soudy) řádně vypořádaly, když vysvětlily, že znalecký ústav finanční plán zpracovaný představenstvem nepřevzal bez dalšího, nýbrž jej upravil tak, aby byl založen na objektivních skutečnostech.“¹¹⁸ Jestliže dojde ke zmíněné „objektivizaci“ podkladů předložených společností, lze předpokládat, že ocenění povede k nestrannému ohodnocení akcií. Nicméně i přesto by v případném sporu mělo ležet důkazní břemeno o objektivitě a správnosti finančního plánu na hlavním akcionáři, potažmo na společnosti.¹¹⁹

Stejná praxe při předkládání plánů managementem panuje také například ve Švýcarsku. Tamní Nejvyšší soud vyjádřil názor, že vyhodnocení, odhad a ohodnocení budoucích zisků společnosti je stěžejním krokem při ohodnocení akcií společnosti. A protože tohoto nelze dosáhnout bez součinnosti managementu, není ani možné dosáhnout úplně objektivní ceny akcií.¹²⁰ Lucemburské best practices při přezkumu plánu objektivním znalcem doporučují zaměřit se také na situaci na trhu, na detailní strategickou analýzu společnosti a projít dokonce i její auditní zprávy a manažerské účty.¹²¹ Naprosto odlišná situace panuje v Belgii, kde je určení výše protiplnění

¹¹⁷ O asymetrii informací a možnosti manipulace s výsledným oceněním viz dále.

¹¹⁸ Rozhodnutí NS 29 Cdo 2214/2010

¹¹⁹ ZIMA, Petr. Oceňování při squeeze-out, op. cit.

¹²⁰ Informace převzatá z článku Squeeze-out mergers: Supreme Court's view on valuation issues. [online]. [cit. 2014-10-26]. Dostupné z: http://www.mll-legal.com/uploads/tx_x4publication/Squeeze-out_mergers_Supreme_Court_s_view_on_valuation_issues.pdf

¹²¹ Informace převzatá ze studie BDO Corporate Squeeze-out and valuation methodology innovation on the Luxembourg financial market leveraging European corporate finance expertise. [online]. [cit. 2014-10-26]. Dostupné z: <http://www.bdo.lu/uploads/files/Corporate-Squeeze-out.pdf>, str. 9

zákonem přisouzeno hlavnímu akcionáři s následným přezkumem nezávislým znalcem.¹²²

Jiná situace nastane, jestliže společnost žádné podklady pro výpočet budoucích cash flow nepředloží. Zde nacházím, stejně jako Hamermesh a Wachter, výrazné nedostatky v procesu ocenění hned z několika důvodů. Předně je znalec odkázán na data srovnatelných společností na trhu, ta ale nikdy nedají věrný a skutečný obraz oceňované společnosti. Tím méně, pokud nejsou její akcie kótované na burze. Nejčastěji lze o srovnatelných společnostech získat pouze historická data. Projekce do budoucnosti je poté založena na časové, nebo v lepším případě regresní analýze těchto dat, nikdy však nelze spoléhat na to, že se historie bude opakovat. V závěru článku autoři navrhnou sice přísné, ale velmi zajímavé řešení situace, kdy hlavní akcionář (většinou úmyslně) nepředloží finanční plány. Dopouští se tím úmyslné ignorace určitých pravidel v byznysu zavedených, úmyslného udržování informačních asymetrií a hlavně tím porušuje fiduciární povinnost¹²³, kterou jakožto kontrolní vlastník má k minoritním akcionářům a potažmo také ke společnosti. Za takové jednání by měl být povinen zaplatit vytěsněným akcionářům cenu odvozenou od srovnatelných transakcí, která zahrnuje prémii za kontrolu, sníženou o prémii ze synergii. Tato cena bude zpravidla vyšší než cena odvozená od going concern value bez jakýchkoliv premií.

Metody odhadu market value a third-party sale value byly autory Hamermeshem a Wachterem zamítnuty. Společným důvodem pro tento verdikt je potlačení unikátnosti dané transakce v případě, že na ni budeme aplikovat multiplikátory a tržní ceny týkající se úplně jiných transakcí. Další důvody, proč nejsou tyto dva přístupy doporučovány, rozeberu v následujících odstavcích.

Při diskuzích o užití tržní ceny při ocenění se střetávají dva základní názory o efektivnosti trhu. Jestliže jsou finanční trhy efektivní, jsou schopné ihned vstřebat jakoukoliv novou neočekávanou informaci a promítnout ji do kurzu akcie. Na těch nejefektivnějších jsou v aktuálním kurzu akcií dokonce obsaženy i skryté informace a plánované neoznámené aktivity hlavního akcionáře či managementu společnosti. Ceny akcií konají tzv. random walk a v daný moment nejsou podhodnocené ani nadhodnocené. V tomto případě by bylo možné převzít tržní cenu akcie a považovat ji

¹²² Tamtéž, str. 7

¹²³ V českém právu fiduciární povinnost neznáme, jedná se o však o institut podobný péči dobrého hospodáře. Vymahatelnost fiduciární povinnosti je však v common law na nesrovnatelně lepší úrovni, než vymahatelnost péče dobrého hospodáře u českých rigidních soudů.

za fair price. Také Macmillanův slovník moderní ekonomie situuje definici ceny akcie do dokonale konkurenčního prostředí, přičemž ji definuje jako čistou současnou hodnotu očekávaného toku budoucích dividend.¹²⁴

Ačkoliv dodnes jsou někteří autoři¹²⁵ velkými zastánci efektivních trhů, historie, a zejména posledních 10 - 15 let, nám ukázaly, že existence efektivního trhu je pouze teorie. Na efektivním trhu by nikdy nevznikly akciové bubliny a nebylo by možné dosahovat výraznějších výnosů z obchodování s cennými papíry. Mezní výnosy na efektivním trhu se blíží nule a investice se zhodnocuje/znehodnocuje stejným tempem, jakým roste/klesá celý akciový index.

Neexistence efektivních trhů byla jedním z důvodů, proč autoři Hamermesh a Wachter odmítli použití market price coby spravedlivé ceny. Opírali se zejména o discussion paper autorů Bebchuka a Kahana¹²⁶, kteří se zaměřili na dopady informační asymetrie na výši protiplnění poskytované minoritním akcionářům a na další neefektivitu trhu tím způsobené. Možnost hlavního akcionáře provést squeeze-out a zbývající akcionáře vyplatit je de-facto jeho call opcí s neomezenou dobou trvání¹²⁷. Hlavní akcionář čeká na okamžik, kdy pro něho bude squeeze-out z finančního hlediska nejvýhodnější. Taková situace typicky nastává v okamžiku, kdy on disponuje vnitřní informací, která aktuální kurz akcie podhodnocuje. V kombinaci s jeho právem call opce to v tomto okamžiku povede k tzv. lemon's effect, na základě něhož bude výše protiplnění stlačena na nejnižší, trhem přijatelnou, hodnotu. Pokud by totiž hlavní akcionář oznámil záměr provést vytěsnění a akcie skoupit, kurz akcií by klesl, minoritní akcionáři by očekávali protiplnění přibližně ve výši nové, nižší, ceny akcie a profit hlavního akcionáře by se zvětšil. Takto by očekávání akcionářů spirálovitě klesalo až na nejnižší hranici tržní ceny, která by se přibližně rovnala likvidační hodnotě.¹²⁸ Tím hlavní akcionář získá profit sám pro sebe na úkor minoritních akcionářů a je motivován získávat co nejvíce vnitřních informací. A

¹²⁴ PEARCE, David W. *Macmillanův slovník moderní ekonomie*. op. cit., str. 35

¹²⁵ Teorii efektivních trhů jako první rozvedl Eugen Fama, na kterého v 60. letech navázal Paul Samuelson. Dnes je zastáncem této teorie například Beechey nebo Jeremy Grantham. Až do období finanční krize v letech 2008-9 jím také býval Richard Posner.

¹²⁶ BEBCHUK, KAHAN: Adverse selection and gains to controllers in corporate freezeouts., op. cit.

¹²⁷ K tomu velmi podrobně také GOSHEN, Zohar a WIENER, Zvi. The Value of the Freezeout Option. *SSRN Electronic Journal* [online]. 2011 [cit. 2014-10-26]. Dostupné z: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=217511

¹²⁸ Detailnější výpočet viz BEBCHUK, KAHAN: Adverse selection and gains to controllers in corporate freezeouts., op. cit., str. 5-6

získávání vnitřních informací a udržování kontrolního bloku akcií je nákladné a spojené s dalšími ekonomickými neefektivnostmi na trhu.¹²⁹

Ani metoda srovnatelných transakcí (third-party sale value) není pro určení výše protiplnění vhodná. Je totiž založena na několika předpokladech a skutečnostech, které jsou v rozporu se záměrem najít spravedlivou hodnotu:

- Po provedení transakce se předpokládá, že aktivum/společnost bude i nadále co nejlépe užíváno/řízeno („*will be in its next best use*“), third-party sale value je totiž odvozena z nákladů obětované příležitosti takto nejlépe společnost dále vést a mít z ní zisky. Při provádění vytěsnění však není známo, co bude se společností dál a její „next best use“ není vůbec zaručeno.
- Při srovnatelných transakcích jsou většinou kupní ceny nastaveny s ohledem na kontrolu, kterou nabyvatel nad společností získá. Cena odvozená od srovnatelných transakcí by tedy obsahovala prémii za kontrolu.
- Při srovnatelných transakcích bývá nakoupeno různé množství akcií – minoritní i větší balíky. Lze předpokládat, že takto uskutečněný obchod mohl obsahovat diskont za minoritu či prémii za kontrolu.¹³⁰
- Kupující je většinou schopen uskutečnit synergie s již vlastněnými společnostmi nebo podíly v jiných společnostech a také od toho bývá odvozena kupní cena. Při squeeze-outu ale nelze automaticky předpokládat, že hlavní akcionář bude těžit ze synergií, proto i z tohoto důvodu není third-party sale value přijatelná.
- Rovněž v případě aplikace metody srovnatelných transakcí by mohl kupující využít svého postavení a své opce a čekat na vhodnou dobu, kdy cena odvozená od srovnatelných transakcí bude vyšší, než cena zjištěná metodou DCF nebo tržní cena (typicky při začínající ekonomické recesi, kdy historické transakce byly provedeny ještě za vyšší ceny, budoucí výhledy společnosti nejsou pozitivní a cena akcií na trhu klesá).¹³¹

6.3. Diskonty a premie

Problematika diskontů a premií je jednou z nejkontroverznějších a nejdiskutovanějších oblastí oceňování. Rozhodování znalce o uplatnění diskontu nebo premie totiž otevírá velký prostor pro subjektivní uvažování a pro manipulaci

¹²⁹ Tamtéž, str. 11-12

¹³⁰ To, že se premie a diskonty při squeeze-outu neuplatňují, bude vysvětleno dále.

¹³¹ HAMERMESH, WACHTER: Rationalizing Appraisal Standards in Compulsory Buyouts, op. cit., str. 1037 - 1041

s výsledným oceněním. Srážky a prémie však mají svoje místo a to zejména v případech, kdy je úkolem znalce „zjistit hodnotu určitého podílu na vlastním kapitálu závodu.“¹³²

Existují dva základní typy premií a diskontů na úrovni akcionáře:

- Diskont za minoritu, resp. prémie za kontrolu,
- Diskont za omezenou obchodovatelnost (za nelikviditu).

K aplikaci premií za kontrolu vedlo empirické pozorování¹³³, že balíky akcií, které zaručovaly získání určité kontroly ve společnosti, byly obchodovány za vyšší cenu. Ostatní akcie byly obchodovány za cenu, která by se dala nazvat jako cena minoritní. Z uvedeného tedy vyplývá, že diskont za minoritu se aplikuje na cenu kontrolní. Hamermesh a Wachter nicméně varují před automatickými závěry, že tržní cena vždy v sobě implicitně obsahuje diskont za minoritu, nebo že v případě srovnatelných transakcí byla vždy zaplacená cena včetně prémie za kontrolu.¹³⁴ Každá situace by měla být řešena individuálně a oba autoři usuzují, že prémie za kontrolu může být uvažována pouze ve společnostech, ve kterých bude po převodu podílů existovat soustředěnost kontrolního počtu akcií v rukou jednoho vlastníka, což redukuje náklady zastoupení a zkvalitňuje a zefektivňuje řízení společnosti. Při ocenění DCF se tedy prémie za kontrolu aplikuje jednoduše v případech, kdy aktivity hlavního akcionáře povedou ke zmíněným zlepšením ve společnosti.

Zatímco srážka za minoritu se odečítá od hodnoty kontrolního podílu a prémie za kontrolu se naopak přičítá k hodnotě minoritního podílu, srážku za neobchodovatelnost lze aplikovat na kontrolní i minoritní podíl. Pojem neobchodovatelnost v tomto případě vůbec nesouvisí s tím, zda jsou akcie společnosti obchodované, nebo neobchodované na akciových trzích. S každou akcií, ať již kótovanou, nebo nekótovanou se dá obchodovat a srážka za neobchodovatelnost (nebo také za nelikviditu) právě odráží, jak obtížně zpeněžitelné akcie dané společnosti jsou. Obchodovatelnost je schopnost prodat podíl a získat hotovost rychle, bez ztráty a za co nejnižšího rizika.¹³⁵

¹³² MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*, op. cit., str. 429

¹³³ Například studie prováděné Mergerstatem.

¹³⁴ HAMERMESH, WACHTER: *Rationalizing Appraisal Standards in Compulsory Buyouts*, op. cit., str. 1024 - 1025

¹³⁵ DAMODARAN, Aswath. *Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance*. 2nd ed. Hoboken: John Wiley, 2006, 685 s. ISBN 04-717-5121-9., str. 508

Využití srážek za neobchodovatelnost u kontrolních podílů je postaveno na myšlence, že v případě, kdy chce majoritní vlastník svůj kontrolní balík prodat na regulovaném trhu, má možnost tak učinit skrze fúzi, likvidaci závodu nebo zastavení všech akcií. Jestliže jeho akcie nejsou kótované, může provést IPO – vstup na burzu - a akcie nabídnout široké veřejnosti. Všechny tyto postupy jsou nákladné finančně, organizačně i časově, a proto je užití srážky na jeho kontrolním podílu oprávněné. Nový majitel tohoto balíku akcií se bude totiž potýkat se stejnými obtížemi v případě, že by chtěl akcie později také zpeněžit. Pro provedení srážky na minoritním podílu jsou důvody následující. V obchodovaných i neobchodovaných společnostech existuje mnohem větší informační asymetrie, přístup minoritních akcionářů k informacím je omezen (neobchodovaná společnost nemá informační povinnosti) a je spojen s vysokými náklady. Při nákupu minoritního podílu musí kupující předem počítat s nelehkým postavením ve společnosti, často kupuje podíl, aniž by měl dostatečné informace o situaci a plánech společnosti. Z těchto důvodů je srážka na ceně minoritních podílů taktéž oprávněná.

Každý znalec by měl znát teoretické modely a základní myšlenky o použití té či oné srážky nebo prémie. Teorie přináší základní pohled na fundamentální faktory ovlivňující samotné použití diskontů a premií a jejich výši. Samotné teoretické modely by však pro praxi nestačily, a proto se ve velké většině případů vychází z empirických dat. Na první pohled se tento přístup může zdát dobrý, protože je podložen skutečnými událostmi na reálných trzích, na druhou stranu je použití většiny metod podmíněno velkým počtem předpokladů a výsledky jednotlivých postupů ukázaly některá úskalí.

Výše srážek za neobchodovatelnost je zjišťována nejčastěji na základě studie „restricted stocks“ nebo studie „pre-IPO“. Jak název studie restricted stocks napovídá, jsou při ní porovnávány ceny obchodovatelných a neobchodovatelných¹³⁶ akcií téže společnosti v jednom daném okamžiku. Bylo prováděno již několik studií, přičemž se každá liší velikostí vzorku, metodologií a délkou sledování. Výsledky studie restricted stocks jsou použitelné, jen pokud námi oceňované cenné papíry jsou z podobného odvětví a mají stejnou dobu restrikce, jako akcie zahrnuté ve vzorku.¹³⁷ Výše diskontu

¹³⁶ Při IPO byla například umístěna na trh jen určitá část akcií společnosti, nebo u některých akcií je sjednaná časově omezená restrikce obchodovatelnosti. V USA je poměrně časté tzv. private placement, při kterém kótovaná společnost zvýší základní kapitál přímo prodejem akcií soukromým institucionálním investorům. Ti poté mají na základě pravidel SEC (Securities and Exchange Commission) dovoleno obchodování takto nakoupených akcií pouze mezi sebou.

¹³⁷ V poslední době to je pro studie z amerického trhu 1 rok.

za omezenou obchodovatelnost se na základě studie restricted stocks pohybuje v rozmezí 10 – 20%.¹³⁸ Studie pre-IPO porovnává výši cen akcií téže společnosti určitou dobu před provedením IPO a těsně po IPO. Na rozdíl od restricted stocks jsou tedy porovnávány ceny totožných akcií avšak s časovým odstupem. Největší úskalí této metody spočívá v otázce, jak moc je předzvěst provedení IPO již zahrnuta v původní ceně akcie a jakou cenu v jaký přesný okamžik po IPO k porovnání použít. Jakmile totiž akcie začne být veřejně obchodovaná, její cena se mění z vteřiny na vteřinu. Studie pre-IPO nám podává mnohem vyšší srážku a to ve výši kolem 40%.¹³⁹

Výše prémie za kontrolu vychází především ze studie Mergerstatu, která již několik let konzistentně sleduje a zpracovává obchody s 50,1% a většími akciovými podíly na společnostech. Také tato metoda má svá úskalí (odvětvový rozptyl výše prémie, otázka ceny ovlivněné a neovlivněné obchodem, vychází pouze z obchodů na veřejných trzích) a lze ji tedy použít pouze s velkou opatrností. Koneckonců při aplikaci jakékoliv srážky či prémie je velkou otázkou, jak lze výsledky studií prováděných na velmi rozvinutém americkém akciovém trhu racionálně používat v našich podmínkách. Problematika prémie a srážek je tématem několika kvalifikačních a jiných odborných prací a výzkumů.¹⁴⁰ Já jsem pouze velmi stručně naznačila jejich podstatu a metody jejich určení, jelikož další text napovídá, že použití srážek nebo diskontů nemá při squeeze-outu opodstatněné místo.

Prvotní důvod je jasný – při vytěsnění získává hlavní akcionář minoritní balík akcií, jehož tržní cena v sobě srážku již implicitně obsahuje (stejně tak, jako kontrolní balík akcií v sobě obsahuje prémii za kontrolu). Jak již ale bylo vysvětleno, zjišťování market value je nekonzistentní s kategorií hodnoty fair value v rámci squeeze-out. Výjimkou může být zjišťování ceny akcie pro účely nabídek převzetí, při kterém se bere v úvahu tržní kurz akcie za dané období. Protiplnění odvozené v rámci nabídky převzetí může být použito při vytěsnění, jestli k němu dojde do tří měsíců od provedení nabídky převzetí. V tom případě je tedy minoritní akcionář „odškodněn“ na úrovni tržní ceny, ze které by v žádném případě neměly být provedeny nějaké srážky. V ostatních případech dochází ke klasickému ocenění závodu jako celku a následně se

¹³⁸ MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy.*, op. cit., str. 441 a ROBAK, Espen a HALL, Lance S.. *Bringing sanity to marketability discounts: A new data source*. Dostupné z: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/eqnotes/fmvstudyarticle.pdf>

¹³⁹ Tamtéž

¹⁴⁰ Z českých mohou uvést například disertační práci Ing. Barbory Rýdlové na téma *Diskonty a prémie v oceňování podniků a teoretický model kontrolní prémie* nebo příspěvky Ing. Františka Prodělala v Soudním inženýrství *Diskont za nelikvidnost v rámci oceňování podniku* a *Diskont za minoritu a prémie za kontrolu v rámci oceňování podniku*

jeho hodnota rozpočítá mezi emitované akcie. Až na závěr ocenění se uvažuje, zda srážku či prémii aplikovat (pokud však již nebyly implicitně zahrnuty například v diskontní míře). Znalci nemají toto rozhodování jednoduché, v české literatuře není o praktické aplikaci diskontů a premií zatím příliš mnoho napsáno, a tak nezbývá, než se podívat na zahraniční praxi. Jednou z nejrelevantnějších je pravděpodobně ta americká. V USA dochází k velkému počtu vytěšňování již od 50. let 20. století a tamní praxe je pro mnohé státy světa vzorem.

Z americké judikatury vyplývá převažující praxe premie a srážky při ocenění akcií vytěšňovaných akcionářů neaplikovat. Ve své rozhodovací praxi pouze státy Mississippi a Nové Mexiko aplikují srážku za minoritu a státy Florida, Kentucky, New York, Nevada a Oregon užívají srážku za nelikviditu.¹⁴¹ Ostatní se přiklánějí na stranu minoritních akcionářů, což také často a někdy i poměrně emotivně vyjadřují ve svých rozsudcích. Zásadním je judikát Nejvyššího soudu státu Delaware ve věci *Cavalier Oil Corp. v. Harnett* z roku 1989¹⁴², ve kterém soud vyslovil názor, že uplatnění srážek vnáší do oceňovacího procesu spekulace ohledně několika faktorů, které mohou ovlivňovat obchodovatelnost a cílovou hodnotu podílu. Uplatnění srážek navíc nespravedlivě obohacuje hlavní akcionáře, kterým po provedení squeeze-out spadne do klína nevídané bohatství. Toto je samozřejmě z pohledu práva nechtěný výsledek squeeze-outu. Nejvyšší soud státu Iowa v rozsudku ve věci *Security State Bank v. Ziegeldorf*¹⁴³ judikoval, že „*připustit srážku za nelikviditu by podkopalo záměr legislativy chránit minoritní akcionáře před nuceným odkupem za cenu nižší, než je férová hodnota jejich podílu na společnosti.*“ Rozsudek *Solar Cells, Inc. v. True N. Partners*¹⁴⁴ dokonce zpochybňuje použití srážek implicitně v rizikové přírážce a říká, že soud byl „*pochopitelně podezřavý vůči znaleckému posudku předloženému u soudu, který obsahoval subjektivní zhodnocení specifického rizika společnosti, jelikož subjektivní zhodnocení může být jednoduše použito jako prostředek k propašování neúměrného předpokládaného rizika do diskontní míry a může tak dramaticky ovlivnit znalciův závěrečný odhad hodnoty.*“

¹⁴¹ MURDOCK, Charles W. Squeeze-outs, Freeze-outs, and Discounts: Why Is Illinois in the Minority in Protecting Shareholder Interests?. *Loyola University Chicago Law Journal* [online]. 2004, roč. 35, č. 3 [cit. 2014-10-26]. Dostupné z: <http://lawcommons.luc.edu/lucj/vol35/iss3/2>

¹⁴² *Cavalier Oil Corp. v. Harnett*, 564 A.2d 1137 (Del. 1989). [online]. [cit. 2014-11-15]. Dostupné z: www.casetext.com/case/cavalier-oil-corp-v-harnett

¹⁴³ *Security State Bank v. Ziegeldorf*, 554 N.W.2d 884 (Iowa 1996). [online]. [cit. 2014-11-15]. Dostupné z: <https://www.courtlistener.com/opinion/1929184/security-state-bank-v-ziegeldorf/>

¹⁴⁴ Nepublikovaný rozsudek Court of Chancery of Delaware *Solar Cells, Inc. v. True N. Partners*, 2002 WL 749163

Tyto a další judikáty jenom potvrzují mé závěry, že diskonty by se obecně měly aplikovat s velkou opatrností a velkým důrazem na kvalitní argumentaci. Srážky v případě squeeze-outu (resp. přírážka k diskontní míře) by však neměly být používány vůbec.

O něco složitější je rozhodování o aplikaci prémie za kontrolu. Zde by se mělo brát v úvahu několik faktorů. Za prvé, zda ve společnosti již kontrola a s ní spojené ušetřené náklady zastoupení a zvýšená efektivnost řízení existují. Při držení 90 a více procent akcií ve společnosti se již o těchto úsporách dá mluvit a při zisku zbývajících akcií k jejich výraznému zvýšení už nedochází. Proto není prémie za kontrolu v tomto případě odůvodněná.¹⁴⁵ Za druhé by se měl znalec zaměřit na to, zda kontrolující akcionář, potažmo management, společnost řídí dobře a úspěšně. V případech, kde dochází ke správným rozhodnutím a společnost je řízena dobře, i přesto že kontrolující osoba nedrží 100 % akcií, není k uplatnění prémie za kontrolu také důvod.¹⁴⁶ Za třetí se bere v úvahu, zda dochází k synergiím se společnostmi kontrolujícím akcionářem již drženy. Při řešení této otázky panuje jednoznačná shoda, že prémie za synergie je vyloučena. Minoritní akcionáři jednoduše nejsou oprávněni těžit z toho, že když budou zbaveni své účasti ve společnosti, kontrolující osoba díky svým předchozím obchodům dosáhne synergií a vyšších zisků. To, že bude provedena synergie, je navíc pouze předpoklad a nikdy není dopředu jasné, zda a k jak velkým synergiím může dojít.¹⁴⁷

6.4. Diskontní míra

Diskontní míra je veličina, která při ocenění hraje jednu z nejdůležitějších rolí. Je to také veličina, se kterou když je vhodně zacházeno, může velmi přesně odrazit účel ocenění a postavení všech účastníků transakce. Skrze diskontní míru však může být oceněním nenápadně manipulováno, stačí jen znalcová vychytralá argumentace. Bývá praxí, že při přezkoumávání znaleckých posudků je často velká pozornost upřena právě na určení a obhajobu diskontní míry a zde se také často nalézají chyby. Byť i malá odchylka v řádech desetin procent až procent dokáže celým výsledným oceněním významně pohnout, diskontní mírou se totiž dělí často vysoká čísla (roční free cash flow, terminální hodnota závodu na konci první fáze, výše dividend, atd.).

¹⁴⁵ HAMERMESH, WACHTER: Rationalizing Appraisal Standards in Compulsory Buyouts, op. cit., str. 1052

¹⁴⁶ DAMODARAN, Aswath. *Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance.*, op. cit., str. 481

¹⁴⁷ HAMERMESH, WACHTER: Rationalizing Appraisal Standards in Compulsory Buyouts, op. cit., str. 1029 - 1030

Má-li být znalecký posudek kvalitní a obhajitelný, neexistuje významnější a důležitější místo, na kterém by měla být dostatečná argumentace a seriózní podloženost dat aplikována.

Diskontní míra vyjadřuje požadavek investora na výnosy plynoucí z aktiva s ohledem na dobu držení, rizikovost a likviditu tohoto aktiva. Jelikož je oceňování postaveno především na porovnávání, i diskontní míra je definovaná jako míra „výnosnosti alternativní investice, která by svými základními parametry byla ekvivalentní investici do oceňovaného podniku.“¹⁴⁸ Na diskontní míru se dá také pohlížet z úhlu oceňovaného závodu, kdy je vyjádřena výší nákladů kapitálu. Takovéto vyjádření je při výnosovém ocenění (kam také metoda DCF spadá) nejčastější, proto se na něj v této kapitole zaměřím.

V rámci DCF entity je úroveň diskontní sazby určena na základě průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC – Weighted Average Cost of Capital):

$$WACC = \frac{CK}{K} * n_{CK} * (1 - d) + \frac{VK}{K} * n_{VK}$$

Ze vzorce je patrné, že váhami jsou absolutní výše cizího, resp. vlastního kapitálu (CK, VK) vztažené k celkové výši investovaného kapitálu (K). Pro precizní ocenění je nutné brát tyto výše v tržních hodnotách, nikoliv v účetních. K tržním hodnotám vlastního a cizího kapitálu se dostaneme iteračním postupem, který je sice náročný a proto v posudcích ne vždy použitý, ale dovede nás k jedinému správnému výsledku.¹⁴⁹ Náklady cizího kapitálu (n_{CK}) lze v prvním kroku zjistit jako vážený průměr z efektivních úrokových měr, které jsou požadovány z různých forem úvěru.¹⁵⁰ Při výpočtu WACC se počítá také s daňovým štítem, který nám snižuje náklady na cizí kapitál a který je ve vzorci vyjádřen jako činitel $(1 - d)$.

Největší problémy nastávají při odhadu nákladů vlastního kapitálu n_{VK} , které sice závisí na konkrétním investorovi, jeho požadované výnosnosti a jeho vztahu k riziku, ale je nutné je v rámci obhajitelného ocenění objektivizovat. Nejpoužívanější metodou odhadu nákladů vlastního kapitálu je světoznámý model CAPM (Capital

¹⁴⁸ MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy.*, op. cit., str. 263

¹⁴⁹ Iteračnímu postupu je věnována samostatná kapitola v MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy.*, op. cit., str. 131 - 142

¹⁵⁰ U emitovaných dluhopisů jde o výnos do doby splatnosti dluhopisu, u finančního leasingu o tzv. vnitřní výnosové procento a u bankovních úvěrů se jedná přímo o úrokové sazby požadované bankou za předpokladu solventního dlužníka, kterému nebyl úvěr poskytnut za žádných mimořádných podmínek.

Asset Pricing Model). Model byl vyvinut v 60. letech v USA nezávislou prací tří vědců Sharpea, Markowitze a Miller, kteří za své studie dostali Nobelovu cenu za ekonomii za přínos v oblasti finanční ekonomie. Model CAPM je založen na myšlence, že očekávaná výnosnost aktiva $E(R_A)$ je závislá na bezrizikové míře r_f a tzv. „rizikové prémii“ vyjádřené jako $(E(R_m) - r_f)$. Obě tyto veličiny jsou závislé na ekonomických a tržních podmínkách prostředí (β_A), ve kterém se oceňované aktivum nachází.

$$E(R_A) = r_f + (E(R_m) - r_f) * \beta_A$$

Pro účely oceňování závodu se takto vyjádřená výnosnost akcie považuje za jednu z možností, jak vyjádřit náklady vlastního kapitálu:

$$n_{VK} = r_f + ((R_m) - r_f) * \beta$$

Náklady vlastního kapitálu vypočtené přes model oceňování kapitálových aktiv budou zpravidla dobře splňovat podmínky objektivizovaného ocenění. Model CAPM je i přes své nedostatky stále nejčastější způsob vyjádření veličiny n_{VK} ve vzorci WACC. Mezi největší úskalí CAPM patří předpoklad dokonalého trhu a užívání historických dat. Že reálný dokonalý trh neexistuje a že minulá data v žádném případě nevypovídají o tom, jak bude vypadat budoucnost, již bylo v této práci také objasněno. Riziková premie v sobě zahrnuje pouze systematické riziko, tedy riziko investorem neovlivnitelné, nediverzifikovatelné. Bylo by však vhodné započítat i riziko nesystematické, které je možné diverzifikací redukovat. Je jasné, že závody mají navíc možnosti diverzifikace značně omezenější, než běžní investoři – fyzické osoby. Potom nejsou poměrně velká specifická rizika závodů vůbec zohledněna v nákladech vlastního kapitálu. Ani přes snahu vědců na celém světě nebyl lepší postup odvození nákladů vlastního kapitálu než metoda CAPM zatím vyvinut.

Nyní již k jednotlivým veličinám z modelu CAPM. Bezriziková výnosová míra r_f de facto neexistuje, každý výnos (resp. dluh) je zatížen nějakým rizikem návratnosti. Za bezrizikovou míru tedy považujeme takovou, která je spojena s nejnižším možným rizikem, přičemž nejnižší takové riziko je spatřováno ve státem emitovaných cenných papírech.¹⁵¹ V praxi se nejčastěji používá výnosnost do doby splatnosti

¹⁵¹ MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy.*, op. cit., str. 275

dlouhodobých¹⁵² státních dluhopisů. Tento způsob sice splňuje požadavek použití dat, která ukazují očekávání trhu do budoucnosti, nabízí se však otázka, do jaké míry je správné použít pro účely diskontování peněžních toků ve všech prognózovaných letech jednu neměnnou bezrizikovou výnosovou míru. Spotové míry odvozené od tzv. zerobondů¹⁵³ mají totiž v závislosti na době do splatnosti bondu volatilní hodnoty. Nanesením spotových měr závislých na době do splatnosti získáme tzv. výnosovou křivku, která je jen výjimečně plochá. Reinvestuje-li držitel dluhopisu výnosy z něj plynoucí (typicky ve formě kuponů), reinvestuje je vždy za jiné úrokové míry. Změna v úrokových mírách je přímo úměrná výnosu z dluhopisu. Není tedy správně použít jednu nediferencovanou bezrizikovou výnosovou míru, která neodráží možnosti reinvestic a různou úroveň výnosnosti v čase. V našich podmínkách se tedy doporučuje vyjít ze swapových úrokových měr, ze kterých dále odvodíme spotové a implicitní termínové míry.¹⁵⁴

Tento postup splňuje některé požadavky kladené na správný odhad r_f :

- používáme úrokové míry, které zohledňují, jaké je očekávání trhu do budoucna,
- diferencujeme r_f - pro každý rok používáme jinou bezrizikovou míru,
- opíráme se o data z kapitálového trhu,
- swapové úrokové míry jsou běžně dostupné na www.patria.cz, a dokonce i v českých podmínkách mají dostatečnou vypovídací schopnost.

Na rozdíl od r_f se riziková prémie standardně opírá o historická data a implicitně se předpokládá, že v minulosti vypořádané rizikové prémie budou platné i v budoucnu. Jak název napovídá, jedná se o rizikovou prémii kapitálového trhu dané země. Protože ale Česká republika nemá dostatečně dlouhou historii existence a fungování tržní ekonomiky, využívají se data z amerického trhu upravená o specifickou rizikovou přírážku naší země. Doporučuje se použít co nejdelší historickou řadu pozorování (v USA jsou data shromažďována od roku 1928). Velké diskuze se týkají toho, zda použít aritmetický, nebo geometrický průměr hodnot. V České republice je využíváno spíše geometrického průměru. Aritmetického

¹⁵² Ideálně delší než deset let, v poslední době jsou i v České republice emitovány státní dluhopisy se splatností 30 či 50 let.

¹⁵³ Spotové míry jsou úrokové sazby z vkladů nebo přijatých peněžních prostředků na určitou dobu, přičemž v průběhu této doby nedochází k výplatě úroků. Spotové sazby tedy odpovídají výnosnosti zerobondů, což jsou dluhopisy s nulovým, resp. žádným kuponem. Zerobond se nakoupí za nižší cenu, než je jeho nominální hodnota, na konci doby splatnosti se za zerobond vyplatí celá nominální hodnota.

¹⁵⁴ Podrobný postup viz MARÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy.*, op. cit., str. 280 - 303

průměru může být (zne)užíváno zejména v případech, kdy se usiluje o umělé zvýšení rizikové přírážky, které v důsledku zvýší i náklady vlastního kapitálu a diskontní míru a sníží tedy výslednou hodnotu závodu. Švýcarský nejvyšší soud ve svém rozsudku ATF 137 III 577 ze dne 20. září 2011¹⁵⁵ ale stanovuje, že aritmetický průměr je stejně tak regulérní výpočet jako geometrický průměr. Žalující minoritní akcionáři tedy se svou stížností opřenou právě o užití aritmetického průměru při výpočtu rizikové premie ve Švýcarsku neuspěli. V českém prostředí se dá předpokládat, že by soud na základě naší praxe a některých striktních odmítnutí aritmetického průměru¹⁵⁶ prohlásil takový znalecký posudek za vadný.

Při určování hodnoty beta se sice vědci potýkají s určitými problémy¹⁵⁷, ty ale prozatím zůstávají v rovině teoretické a v praxi se často hodnota převezme z databáze vedené prof. Damodaranem¹⁵⁸. Beta ukazuje, jak je konkrétní cenný papír (resp. závod) rizikový vzhledem k rizikovosti celého kapitálového trhu. β menší než jedna znamená, že cenný papír (závod) je méně rizikový, než kapitálový trh, β větší než jedna napovídá, že je s ním spojeno vyšší riziko, než jaké panuje na kapitálovém trhu. Po vynásobení rizikové premie betou tedy dostaneme riziko vyjádřené individuálně pro daný závod.¹⁵⁹

Jak jsem již zmínila, CAPM je sice nejpoužívanější model k odhadům n_{VK} , ale ne bezproblémový. Jedním ze způsobů, jak předejít problému historických dat při odhadu rizikové premie a problému odhadu bety, je tzv. odhad nákladů vlastního kapitálu ex-ante. Při odhadu ex-ante se na závod podíváme jako investici, která disponuje nějakým vnitřním výnosovým procentem. To zjistíme z rozdílu mezi aktuální tržní hodnotu závodu a současnou hodnotu projektovaných finančních toků závodu.

6.5. Přiměřenost protiplnění – otázka soudní, nebo právní?

Pojem přiměřenost protiplnění není nikde v legislativě definován, je tedy ponecháno na výkladu soudů, co jako přiměřené budou vzhledem k dané situaci považovat. Že je

¹⁵⁵ Informace převzatá z článku Squeeze-out mergers: Supreme Court's view on valuation issues. [online]. [cit. 2014-11-10]. Dostupné z: http://www.mll-legal.com/uploads/tx_x4epublication/Squeeze-out_mergers_Supreme_Court_s_view_on_valuation_issues.pdf

¹⁵⁶ Například BUUS, Tomáš. Oceňování: čtvrtletník. 2013, č. 5., str. 3 a násl.

¹⁵⁷ MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*, op. cit., str. 223 – 233 či MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy*, op. cit., str. 322 - 327

¹⁵⁸ Dostupné z: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>

¹⁵⁹ MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy*, op. cit., str. 313

výklad pojmu přiměřenost otázkou soudní ostatně judikoval Ústavní soud ve svém nálezu III. ÚS 989/08: „*Výklad rozhodných podmínek závěru, že cena nebo směnný poměr (...) jsou „přiměřené hodnotě akcií“, je z povahy věci založen v rovině tzv. soudního uvážení, směřujícího k vymezení relativně neurčitěho pojmu.*“¹⁶⁰ V podobném duchu pokračoval také Vrchní soud v Praze, který ve věci 7 Cmo 447/2009 uvedl, že „*otázka hodnocení přiměřenosti není otázkou pouze čistě odbornou, (...) posouzení přiměřenosti ceny je meritorní otázkou, kterou je povolán řešit v první řadě soud.*“ Ve zdánlivém rozporu s těmito výroky Nejvyšší soud v roce 2012 v rozhodnutí 29 Cdo 2214/2010 uvedl, že „*platí, že určení hodnoty podniku společnosti (...) je otázkou skutkovou, k jejímuž posouzení jsou nezbytné odborné znalosti.*“¹⁶¹ S tímto nelze, než souhlasit. Nejvyšší soud však hovoří o určení hodnoty podniku, zatímco Ústavní soud a Vrchní soud řešily otázku přiměřenosti. Jak předchozí kapitoly naznačily, odhad výše protiplnění je složen z několika propojených kroků, při kterých se řeší nejen jeden vysoce odborný či metodologický problém. Výsledkem celého ocenění je poté souhrn dat a argumentů, který slouží jako podklad pro konečnou hodnotu. Není v možnostech soudů rozumět všem nuancím oceňování a určovat hodnotu závodu, samotné určení konečné výše protiplnění je tedy skutková otázka. Nicméně postup, úvahy a použitá data, které znalec využíval, jsou soudem přezkoumatelná a to, zda vedly k přiměřenosti konečné hodnoty, je otázkou právní.

Soud je povinen přezkoumat zejména formální náležitosti znaleckého posudku¹⁶² a, zda jsou splněny požadavky kladené ZnalZ¹⁶³. Znalecký posudek je hodnocen stejně jako všechny ostatní důkazy podle § 132 OSŘ: „*Důkazy hodnotí soud podle své úvahy, a to každý důkaz jednotlivě a všechny důkazy v jejich vzájemné souvislosti; přitom pečlivě přihlíží ke všemu, co vyšlo za řízení najevo, včetně toho, co uvedli účastníci.*“ Soud by měl na základě tohoto ustanovení zhodnotit logiku, sílu a úplnost argumentů znalce a to jednotlivě i ve vztahu ke všem ostatním důkazům a informacím, které jsou soudu dostupné. Řízení před soudem probíhá na základě zásady projednací, tzn., že k tomu, co soudu přímo nepředloží účastníci řízení, není povinen přihlížet.

¹⁶⁰ Nález III. ÚS 989/08, bod 53 odůvodnění

¹⁶¹ Rozhodnutí NS 29 Cdo 2214/2010

¹⁶² Zda je vyhotoven písemně, opatřen znaleckou pečeti, úvodní stranou, uvedením počtu stran, podpisem znalce, apod.

¹⁶³ Zejména, zda znalec má dostatečné oprávnění a zda není pochybnosti o jeho nepodjatosti.

Na základě přezkoumání dílčích aspektů by měl soud být schopen také posoudit, zda zvolená oceňovací metoda je tou správnou. Volba metody ocenění je totiž na základě zahraniční a částečně i české praxe otázkou soudní.¹⁶⁴ K přezkoumání detailních postupů a výpočtů si často soudy zvou na pomoc další nezávislé znalce či odborníky.

¹⁶⁴ ZIMA, Petr. K rozhodnutí Nejvyššího soudu ve věci přístupu k oceňování a metodám oceňování, op. cit.

7. Závěry a doporučení pro vypracování znaleckého posudku

Squeeze-out, potažmo také odkup akcií následující po nabídce převzetí nebo převod jmění na společníka, jsou kontroverzní právní instituty a právě kvalitní a obhajitelné znalecké posudky mohou napomoci ke zvýšení jejich důvěryhodnosti.

Celé ocenění začíná definicí standardu hodnoty, ve kterém se bude znalec pohybovat. Podíly vytěšňovaných akcionářů by každopádně měly být oceněny na úrovni fair value. Problémem však je různé chápání toho, co fair value je. Pro účely squeeze-out by měl být nastaven konzistentní výklad, který ujednotí chápání a používání tohoto pojmu. Navrhují, aby se každý jednotlivý případ řešil individuálně podle toho, jaký typ společnosti je oceňován a jaké postavení mají účastníci transakce. Ocenění by mělo být přezkoumatelné a kvalitně obhájené, znalec by měl mít roli rozhodce, jenž hledá spravedlivou hodnotu pro obě strany. Jak bylo v této diplomové práci vysvětleno, kategorie synergické hodnoty není pro účely vytěsnění doporučována, úvahy o synergiích uskutečněných po přechodu podílů ani prémie za synergie jsou nepodloženou spekulací, která obecně v oceňování nemá své místo. Jestliže vytěsnění následuje do tří měsíců od nabídky převzetí, fair value bude představovat tržní cena zjištěná postupem dle zákona o nabídkách převzetí.

Nejčastěji však dochází k ocenění metodou DCF, která je mimo jiné zatížena pochybnostmi o pravdivosti finančních plánů. Ačkoliv u nás existuje judikát¹⁶⁵ ospravedlňující znalce, kteří skutečnosti vyplývající z finančních plánů objektivizují, není zaručeno, že všechny úpravy finančního plánu vedou ke skutečně objektivnímu zhodnocení situace v závodu. Metoda EVA z části tento problém řeší, když opouští některé zásady účetnictví a orientuje se ve svých výpočtech na postavení akcionářů. V rozvaze například dochází k přecenění aktiv, při kterém se zpravidla zvýší jejich hodnota, nebo k vykázání goodwillu bez odpisů (v dobře fungující společnosti se goodwill časem nespotřebovává, spíše naopak získává na své hodnotě). Ve výsledovce se aktivují náklady s dlouhodobým účinkem, tzn., že typicky marketingové náklady nebo náklady na vědu a výzkum jsou rozprostřeny do let, ve kterých se jejich účinek opravdu očekává. Všechny tyto úkony jsou ale poměrně složité a v praxi se do aplikace metody EVA pouští málokterý znalec.

¹⁶⁵ Rozhodnutí NS 29 Cdo 2214/2010

Ať už se znalec rozhodne pro jakoukoliv metodu ocenění, nikdy se nevyhne kalkulaci diskontní míry (výjimkou je pouze metoda tržního porovnání). Při určení diskontní míry musí znalec obzvláště dbát na použití relevantních zdrojů a na vhodnou argumentaci. Na tomto místě bych raději doporučila co nejvyšší míru objektivizace – betu a rizikovou přírážku (aritmetický průměr) tedy standardně převzít z databáze prof. Damodarana, diferencovanou bezrizikovou míru odvodit doporučeným postupem přes swapové a spotové míry. Vzhledem k tomu, jak velký manipulativní prostor určení diskontní míry nabízí, by bylo žádoucí, aby česká legislativa obsahovala podobné ustanovení jako například ta slovenská. Vyhláška publikovaná ve Zbierke zákonov č. 626/2007 pro účely squeeze-outu nařizuje: „*náklady vlastného kapitálu sa stanovia na úrovni bezrizikovej úrokovej miery, ktorá sa rovná výške priemerného výnosu zo štátneho dlhopisu s najdlhšou dobou splatnosti na trhu dlhopisov v Slovenskej republike.*“ Jak bylo již vysvětleno, užití jedné nediferencované bezrizikové míry lze považovat za chybné, nicméně určité legislativní vodítko, jak postupovat při určování alespoň některých dílčích veličin v rámci odhadu diskontní míry by i v České republice bylo namístě. V Německu a Rakousku existuje judikatura týkající se výše rizikové přírážky. Ta je na základě rozsudku ve věci Paulaner¹⁶⁶ odhadována jako rozdíl mezi „bezrizikovou úrokovou mírou“ odvozenou od výnosnosti dlouhodobých státních dluhopisů a úrokovou sazbou z velkých bankovních úvěrů poskytovaných podnikům.

V závěru ocenění přichází na řadu úvaha nad aplikací srážek a premií, ale pouze pokud nebyly dosud nijak zohledněny v diskontní sazbě či projekci budoucích finančních výsledků. Na základě analýzy současné praxe v kapitole 5.4 lze učinit závěr, že srážky nebo premie by neměly být při ocenění vytěšňovaných akcionářů používány. Při zjišťování hodnoty akcie na základě tržních dat je diskont za minoritu absolutně vyloučen. To samé lze říci i v případě použití metody srovnatelných transakcí, jelikož cena vyplývající z provedených transakcí implicitně zohledňovala, že bylo obchodováno s minoritním podílem. Při výpočtu pomocí DCF získáme hodnotu, která bude stejná pro všechny akcie emitované společností (počítáme totiž alikvotní podíl na hodnotě celého závodu). Zde by se prostor pro užití srážky nebo premie již našel. Aplikace diskontu ať už z jakéhokoliv důvodu by však byl krok zpět v ochraně minoritních akcionářů. O uplatnění premie za kontrolu by se dalo uvažovat jen v případě, že by se po nabytí 100% podílu na společnosti výrazně zefektivnila její

¹⁶⁶ Rozhodnutí Nejvyššího bavorského zemského soudu 3 Z BR 36/91, zkrácený český překlad dostupný z: <http://vyvlastneni.hodina.cz/odskodneni.htm>

správa a řízení. Jedním z důvodů, proč institut vytěsnění do právního řádu byl zaveden, sice bylo toto zefektivnění některých procesů ve společnosti. Domnívám se však, že rozdíl v řízení a správě společnosti při vlastnictví 90% nebo 100% podílu, není natolik výrazný, aby to znamenalo důvod pro přičtení prémie k hodnotě akcie.

Znalci jsou často najímáni jako konzultanti s požadavkem poskytnout doporučení o hodnotě či ceně aktiva, v tom případě je možné klientovi předložit doporučované hodnotové rozpětí. Jiná situace však platí v případech ocenění akcie pro účely přechodu vlastnického práva. Zde je nutné, aby výsledná hodnota byla jedna konkrétní částka. I k tomuto hledisku se již vyjádřil Ústavní soud v nálezu III. ÚS 989/08, ve kterém připomněl rozhodnutí tehdejší Komise pro cenné papíry: „*Hodnota musí být stanovena konkrétně, nikoliv v intervalu. Je nepřípustné, aby znalec určil, že hodnota podniku se rovná např. 140 až 160 mil. Kč.*“¹⁶⁷

Za samostatnou úvahu také stojí zvolení data ocenění – tedy data, ke kterému je výsledná výše protiplnění platná – a data vypracování znaleckého posudku. Metodika OCE hovoří o tom, že je záhodno tyto dva okamžiky co nejvíce sblížit.¹⁶⁸ Není tomu ale vždy úplně vyhověno. Žádoucí je, aby se datum ocenění shodovalo s datem přechodu vlastnického práva k účastnickým cenným papírům. Z časového schématu v příloze č. 3 je však zřejmé, že mezi těmito dvěma událostmi může být rozdíl až čtyř měsíců. V tom případě lze doporučit, aby datum ocenění bylo alespoň přiblíženo datu konání valné hromady.

Cílem této diplomové práce bylo zejména v její druhé části upozornit na specifika oceňování při vytěsňování minoritních akcionářů a zavést úvahy nad některými již tak diskutabilními aspekty oceňování. Myslím si, že zejména v případech, kdy dochází k ne úplně dobrovolnému převodu podílů ve společnostech, je potřeba zavedení určitých platných pravidel pro ocenění takových podílů. Česká národní banka sice metodiku OCE přepracovala, stalo se tak ale již před více než čtyřmi lety. Metodika je navíc dle mého názoru velmi obecná a často pouze opakuje notoricky známé zásady a pravidla, kterými pokud by se znalec neřídil, tak bude takřka každý jeho posudek napadnutelný u soudu.¹⁶⁹ V metodice by měly být popsány best practices a závazná doporučení, z nichž některá jsem již také zmínila. Předně by se měly vyjmenovat

¹⁶⁷ Nález III. ÚS 989/08, bod 61 odůvodnění

¹⁶⁸ Metodika OCE 1.1, str. 10 - 11

¹⁶⁹ Metodika OCE stanovuje, že musí být dodržena zásada komplexnosti, úplnosti, vnitřní konzistence, nezávislosti, přezkoumatelnosti a transparentnosti ocenění. A že posudek musí mít své formální náležitosti a že postup ocenění musí obsahovat všechny kroky, včetně finanční a strategické analýzy.

kategorie hodnoty a metody ocenění, které jsou pro oceňování v daných případech doporučovány. Namísto by rovněž bylo stanovit povinnost hlavního akcionáře spolupracovat se znalcem a dodat mu pravdivé informace o budoucím směřování společnosti. Dále by měla metodika stanovit postup samotného ocenění se zvýšeným důrazem na některé problematické kroky, například na určení diskontní míry. Z důvodu objektivizace a naprosté správnosti této veličiny bych doporučila stanovit přesný postup odvození bezrizikové míry (vč. její diferenciací) a rizikové přírážky a nutnost iteračního postupu. Rovněž by bylo vhodné vyjádřit názor, že srážky ani prémie by se v případech vytěsnění, nabídek převzetí apod. neměly aplikovat.

Za úvahu také stojí možnost naprosté reorganizace postupu ocenění a přezkumu soudem v případech vytěsnění a jiných. Větší spravedlnosti by určitě bylo dosaženo, pokud by se stanovila podmínka, že i minoritní akcionáři si musí obstarat znalecký posudek. V takovém případě by se mezi nimi docílilo i větší spolupráce, protože by samozřejmě bylo výhodnější, aby si skupinově najali znalce, který proveden ocenění platné pro všechny. Takový znalecký posudek by se následně porovnal (ať už před soudem, nebo mimo soud) se závěry posudku znalce najatého hlavním akcionářem. Problém by však mohl nastat při placení odměny znalci. Další možností je, že by spory plynoucí z vytěsnění, z vystoupení akcionáře po nabídce převzetí apod. řešily pouze specializované soudy se speciálně vyškolenými soudci v oblasti oceňování. Všechny tyto úvahy jsou však organizačně, časově i finančně náročné. Není ani jisté, zda se v českém prostředí s pouhými 6,4% akciových společností z celkového počtu všech kapitálových obchodních korporací¹⁷⁰ takováto řešení vyplatí. Pro začátek by ale bohatě stačilo nastavit jasná a účinná pravidla pro výkon znalecké práce v oblasti oceňování podniku, která by vedla ke kvalitnějším znaleckým posudkům. A ta by měla být obsažena především v oceňovacích standardech, které v České republice v platné formě bohužel neexistují. Existuje vypracovaný návrh českých oceňovacích standardů, nicméně chybí vůle k tomu, aby se staly závaznými.

¹⁷⁰ Údaj zjištěn z databáze Albertina.

8. Závěr

Již v úvodu jsem si jako cíl této diplomové práce stanovila kompletně shrnout problematiku vytěsnění minoritních akcionářů. Institut vytěsnění je právním institutem kapitálových obchodních společností, proto byla celá jedna polovina práce věnována rozboru jejich právní úpravy. Přestože právo squeeze-outu existuje v českém právním řádu teprve necelých deset let, jeho zákonná úprava prošla několika novelizacemi. V průběhu psaní textu jsem se snažila tento vývoj v pojetí práva vytěsnění zohlednit a poskytnout čtenáři přehled o nejvýznamnějších změnách, kterými squeeze-out v době své existence v českých akciových společnostech již prošel. Jako příklad těchto výrazných změn mohu uvést zakotvení práva sell-outu či nové postupy při uplatnění práva na dorovnání, jež byly stanoveny v ZOK úplně nově.

Neméně významným účelem „právní části“ diplomové práce bylo upozornit na některé nejasnosti, které buď již existovaly v obchodním zákoníku, nebo se nově dostaly do zákona o obchodních korporacích. ZOK poměrně složitě upravuje celý proces vytěsnění a jeho jednotlivé kroky, v určitých případech jsou lhůty pro jednotlivé právní úkony nastaveny dokonce úplně nesmyslně. Pro lepší orientaci jsem zpracovala časové schéma celého procesu (viz příloha č. 3), které obsahuje i různé možnosti vývoje ve vztahu minoritní akcionáři a hlavní akcionář.

Na závěr první části diplomové práce jsem stručně porovнала českou úpravu a českou praxi se zahraničními. Z tohoto srovnání vyšla naše právní úprava v některých aspektech vzhledem k českým tržním podmínkám jako velmi dobře koncipovaná. Zejména skutečnost, že právo squeeze-outu existuje ve všech akciových společnostech, je vzhledem k nízkému počtu českých kótovaných akciových společností více než opodstatněné.

Z druhé poloviny diplomové práce věnované práci znalce a postupům oceňování vyplývá několik zásadních závěrů a doporučení. V českém prostředí by se mělo začít lépe zacházet s konceptem fair value, jenž má své uplatnění zejména při transakcích, do kterých někteří účastníci nevstupují dobrovolně. Kategorie fair value je typická tím, že některé veličiny jsou při výpočtu stanoveny s ohledem na postavení účastníků. Při oceňování v procesu squeeze-outu je však na místě některé zásadní kroky objektivizovat, to platí zejména pro projekci budoucích cash flow společnosti a pro stanovení diskontní míry. Na základě studia některých významných zahraničních

odborných příspěvků bylo doporučeno zcela se vyhnout ošemetné aplikaci prémie a srážek, které v sobě rovněž zahrnují velmi subjektivní prvky.

V úvodu jsem naznačila, že celá diplomová práce možná povede k návrhu koncepční změny některých procesů v rámci vytěšňování. Primárně by se měla aktualizovat a zdokonalit metodika vydaná Českou národní bankou. Otázkou však zůstává, zda přistoupit k razantnějším změnám ve jmenování znalců a v procesu soudního přezkumu, jež byly navrženy v závěru sedmé kapitoly.

9. Seznam literatury

MONOGRAFIE

- ČERNÁ, Stanislava. *Obchodní právo*. Vyd. 1. Praha: ASPI, 2006, 360 s. ISBN 80-735-7164-1.
- DAMODARAN, Aswath. *Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance*. 2nd ed. Hoboken: John Wiley, 2006, 685 s. ISBN 04-717-5121-9.
- DĚDIČ, Jan, ŠTENGLOVÁ, Ivana, ČECH, Petr a KŘÍŽ, Radim. *Akciové společnosti*. 7. přeprac. vydání. Praha: C. H. Beck, 2012, 672 s. ISBN 978-80-7400-404-9.
- GERLOCH, Aleš. *Teorie práva*. 4. upr. vydání. Plzeň: Aleš Čeněk, 2007, 343 s. ISBN 978-807-3800-239.
- HEJDA, Jan et al. *Zákon o obchodních korporacích: výklad jednotlivých ustanovení včetně návaznosti na české a evropské předpisy*. Praha: Linde, 2013, 783 s. ISBN 978-807-2019-175.
- HOLMAN, Robert. *Ekonomie*. 5. vydání. Praha: C. H. Beck, 2011, 696 s. ISBN 978-80-7400-006-5.
- LASÁK, Jan. *Zákon o obchodních korporacích, obchodní zákoník: srovnávací texty*. 1. vydání. Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2013, 357 s. ISBN 978-80-7357-346-1.
- MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy*. 1. vydání. Praha: Ekopress, 2011, 548 s. ISBN 978-80-86929-80-4.
- MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3. upr. a rozš. vydání. Praha: Ekopress, 2011, 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.
- PEARCE, David W. *Macmillanův slovník moderní ekonomie*. 1. české vydání. Praha: Victoria Publishing, 549 s. ISBN 80-856-0542-2.
- PELIKÁNOVÁ, Irena a ČERNÁ, Stanislava. *Obchodní právo*. 1. Vydání. Praha: ASPI, 2006, 545 s. ISBN 80-735-7149-8.

- ŠTENGLOVÁ, Ivana, HAVEL, Bohumil, CILEČEK, Filip, KUHN, Petr a ŠUK, Petr. *Zákon o obchodních korporacích: komentář*. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2013, 1008 s. ISBN 978-80-7400-480-3.

PRÁVNÍ PŘEDPISY

- Securities Exchange Act z roku 1934
- Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/25/ES ze dne 21. dubna 2004 o nabídkách převzetí
- Vyhláška Ministerstva spravedlnosti 37/1967 Sb.
- Vyhláška Ministerstva spravodlivosti Slovenskej republiky č. 626/2007
- Zákon č. 104/2008 Sb., o nabídkách převzetí
- Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu
- Zákon č. 36/1967 Sb., o znalcích a tlumočnících
- Zákon č. 40/1964 Sb., občanský zákoník
- Zákon č. 40/2009 Sb., trestní zákoník
- Zákon č. 6/2002 Sb., o soudech a soudcích
- Zákon č. 99/1963 Sb., občanský soudní řád
- Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník
- Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích
- Zákon č. 292/2013 Sb., o zvláštních řízeních soudních

ČESKÁ ČASOPISECKÁ LITERATURA

- BÍLKOVÁ, Jana. Squeeze-out a legitimní očekávání. *Obchodněprávní revue*. Praha: C. H. Beck, 2014, č. 5.
- BUUS, Tomáš. Ekvitní prémie v ČR. *Oceňování: čtvrtletník*. 2013, č. 5.
- FOJTÍK, Vadim. Nejistá sezona. *Euro*. 2014, č. 13.
- KŘÍSTEK, Lukáš. Problematika znaleckých posudků a odpovědnost znalce. *Sborník Karlovarské právnické dny*. 2013, č. 21
- PETR, Miroslav. Prodaná hrdost. *Lidové noviny*. Praha: Lidové noviny, 2013, č. 177.

- ŠPAČKOVÁ, Jana. Žaloba na přezkoumání přiměřenosti protiplnění za nucený výkup účastnických cenných papírů po rekodifikaci. *Právní rozhledy*. Praha: C. H. Beck, 2014, č. 11.
- UZSÁK, Martin. Co se o squeeze-out(u) nepíše (2. část). *Buletin advokacie*. 2007, č. 4.
- ZIMA, Petr. K rozhodnutí Nejvyššího soudu ve věci přístupu k oceňování a metodám oceňování. *Právní rozhledy*. 2013, č. 5.
- ZIMA, Petr. Oceňování při squeeze-out. *Právní rozhledy*. 2011, č. 8.

ZAHRANIČNÍ ODBORNÉ ČLÁNKY

- BEBCHUK, Lucian a KAHAN, Marcel. Adverse selection and gains to controllers in corporate freezeouts. [online]. 1999. Dostupné z: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=147568
- GOSHEN, Zohar a WIENER, Zvi. The Value of the Freezeout Option. *SSRN Electronic Journal* [online]. 2011. Dostupné z: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=217511
- HAMERMESH, Lawrence A. a WACHTER, Michael L. Rationalizing Appraisal Standards in Compulsory Buyouts. *Boston College Law Review* [online]. 2009, Vol. 50:1021. Dostupné z: http://www.bc.edu/content/dam/files/schools/law/bclawreview/pdf/50_4/03_hamer%20mesh%20&%20wachter.pdf
- MURDOCK, Charles W. Squeeze-outs, Freeze-outs, and Discounts: Why Is Illinois in the Minority in Protecting Shareholder Interests?. *Loyola University Chicago Law Journal* [online]. 2004, roč. 35, č. 3. Dostupné z: <http://lawecommons.luc.edu/lucj/vol35/iss3/2>

JUDIKATURA

- Nález I. ÚS 1768/09 ze dne 21. 3. 2011
- Nález I. ÚS 2154/11 ze dne 26. 1. 2012
- Nález II. ÚS 35/03 ze dne 25. 6. 2003
- Nález III. ÚS 989/08 ze dne 12. 2. 2009
- Nález IV. ÚS 1260/10 ze dne 15. 6. 2010
- Nález IV. ÚS 1494/10 ze dne 19. 7. 2010

- Nález IV. ÚS 617/11 ze dne 20. 4. 2011
- Nález Pl. ÚS 36/13 ze dne 21. 1. 2014
- Nález Pl. ÚS 56/05 ze dne 27. 3. 2008
- Rozhodnutí NS 29 Cdo 2214/2010 ze dne 19. 6. 2012
- Rozhodnutí NS 29 Cdo 2592/2010 ze dne 27. 10. 2011
- Rozhodnutí Nejvyššího bavorského zemského soudu 3 Z BR 36/91 ze dne 11. prosince 1995
- Rozsudek ve věci 152/84 („Marshall“)
- Rozsudek ve věci C-91/92 („Faccini Dori“)
- Rozsudek Vrchního soudu v Praze 7 Cmo 447/2009
- Solar Cells, Inc. v. True N. Partners, 2002 WL 749163 (nepublikovaný rozsudek)

INTERNETOVÉ ZDROJE

- International valuation standards 2011. London: International Valuation Standards Council, 2011, 128 s. ISBN 978-0-9569313-0-6. Dostupné z: http://iopcg.me/images/IVS_2011.pdf
- Metodika Komise pro cenné papíry ZNAL: Znalecké posudky pro účely povinných nabídek převzetí a veřejných návrhů smluv o koupi účastnických cenných papírů
- Metodika OCE: Informace ČNB k oceňování účastnických cenných papírů pro účely povinných nabídek převzetí, veřejných návrhů smlouvy a vytěsnění (OCE)
- PRODĚLAL, František. *Diskont za nelikvidnost v rámci oceňování podniku*. Soudní inženýrství. 2004, roč. 15. Dostupné z: <http://www.sinz.cz/archiv/docs/si-2004-04-227-229.pdf>
- PRODĚLAL, František. *Diskont za minoritu a prémie za kontrolu v rámci oceňování podniku*. Soudní inženýrství. 2005, roč. 16. Dostupné z: <http://www.sinz.cz/archiv/docs/si-2005-04-224-226.pdf>
- RÝDLOVÁ, Barbora. *Diskonty a prémie v oceňování podniků a teoretický model kontrolní prémie*. 2009. Disertační práce. Vysoká škola ekonomická v Praze. Dostupné z: www.isis.vse.cz
- Squeeze-out mergers: Supreme Court's view on valuation issues. [online]. Dostupné z: http://www.mll-legal.com/uploads/tx_x4epublication/Squeeze-out_mergers_Supreme_Court_s_view_on_valuation_issues.pdf

- Studie BDO Corporate Squeeze-out and valuation methodology innovation on the Luxembourg financial market leveraging European corporate finance expertise. [online]. Dostupné z: <http://www.bdo.lu/uploads/files/Corporate-Squeeze-out.pdf>
- United States of America Squeeze-out Guide. In: [online]. [cit. 2014-09-29]. Dostupné z: <http://www.ibanet.org/Document/Default.aspx?DocumentUid=1A397D43-8352-4BF4-B382-3C1CF7C83B90>
- Výroční zpráva BCPP 2005 a 2013 – dostupné z: <http://www.bcpp.cz/dokument.aspx?k=Vyrocni-Zpravy>
- Výroční zpráva RM-System 2005 a 2013 – dostupné z: <http://www.rmsystem.cz/spolecnost/vyrocni-zpravy>
- <http://people.stern.nyu.edu/adamodar>
- www.cnb.cz
- www.inserver.cz
- www.justice.cz

OSTATNÍ ZDROJE

- Databáze Albertina
- Databáze ASPI

Příloha č. 1 – Kritéria pro stanovení hlavního akcionáře

		Stanovení hlavního akcionáře			
		Stanovení hranice dle písm. a)		Stanovení hranice dle písm. b)	
Druhy vydaných akcií	Zahrnout/nezahrnout	Výpočet rozhodné výše ZK	1. podmínka	Výpočet rozhodného podílu na hlasovacích právech	2. podmínka
Kmenové akcie s hlasovacími právy	Zahrnou se do stanovení rozhodné výše ZK, resp. rozhodného podílu na hlasovacích právech	Součet jmenovitých hodnot všech akcií, které se mají zahrnout	90% předchozího součtu	Součet jmenovitých hodnot všech akcií, které se mají zahrnout	90% předchozího součtu i se započítáním vícenásobných hlasovacích práv (hranice 90% je tedy snazší dosáhnout)
Prioritní akcie bez hlasovacích práv					
Prioritní akcie vydané bankou	Nezahrnou se	X			
Ostatní akcie bez hlasovacích práv	Nezahrnou se				
Kusové akcie					
Postup je identický jako v případě akcií se jmenovitou hodnotou, pouze se rozhodná výše základního kapitálu (resp. rozhodný podíl na hlasovacích právech) přepočítává podle tohoto schématu: <i>celková výše základního kapitálu</i> <i>celkový počet vydaných akcií</i> * počet akcií, které se mají zahrnout					

Příloha č. 2 – Přehled řízení o udělení souhlasu

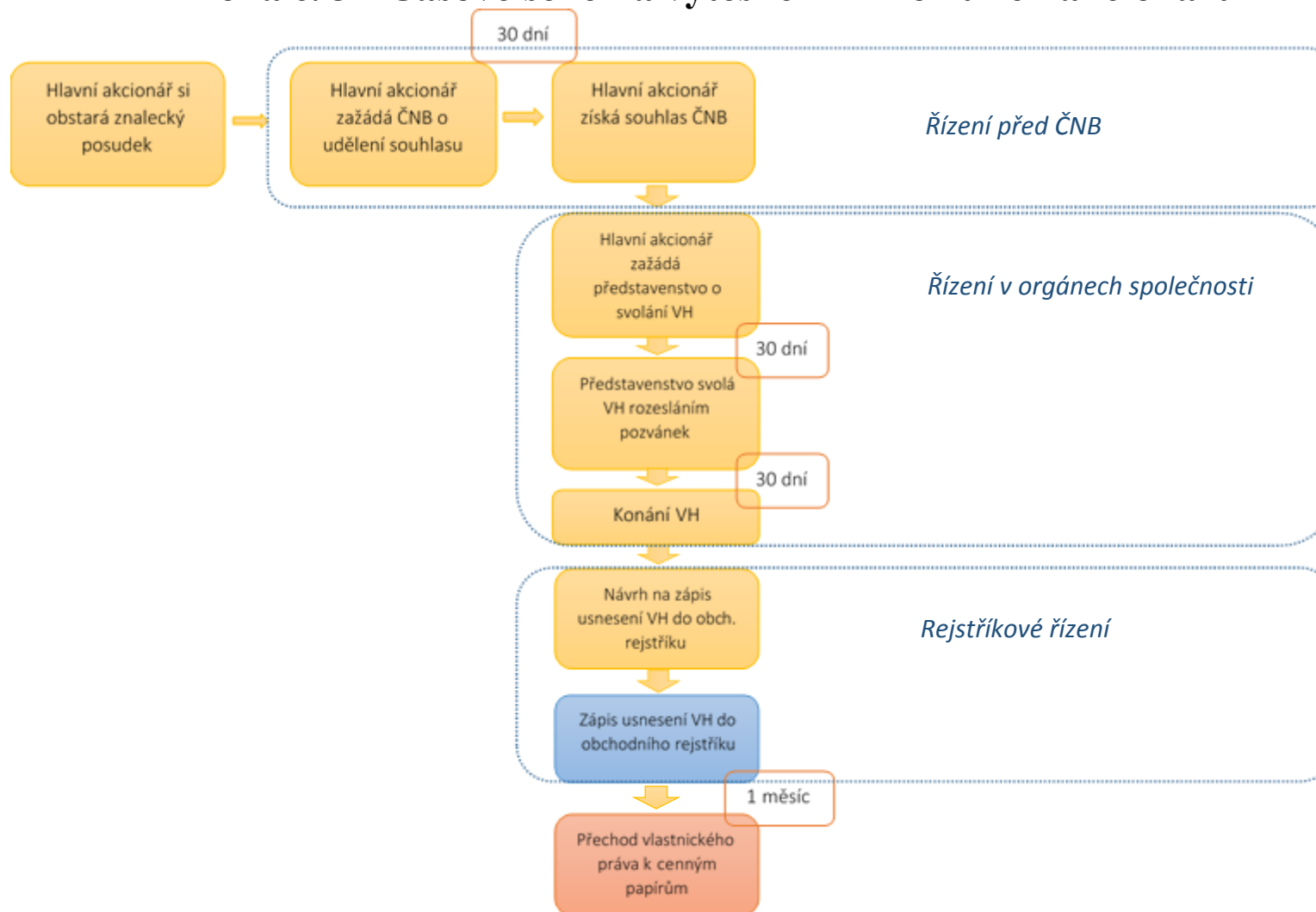
Rok	Squeeze-outy				Nabídky převzetí*		
	Počet řízení	Uděleno souhlasů	% souhlasů	Poznámky	Počet řízení	Uděleno souhlasů	% souhlasů
2005	33	14	42%	od 29. 9. do 31. 12.	36	19	53%
2006	77	52	68%	Většinou byl souhlas udělen až po předchozí výzvě k doplnění žádosti	14	9	64%
2007	55	43	78%		9	4	44%
2008	21	12	57%	Od 1. 4. neměla ČNB povinnost udělovat souhlas s usnesením VH v nekótovaných společnostech	8	4	50%
				Nevýznamnější squeeze-outy toho roku se konaly ve společnostech Spolana, a.s. a Paramo, a.s.			
2009	0	0	x	Projevilo se omezení dohledu ČNB	1**	1	100%
2010	0	0	x		2	2	100%
2011	0	0	x		0	?	x
2012	0	0	x		0	?	x
2013	2	2	100%	Squeeze-outy ve Východočeské plynárenské, a.s. a Severomoravské plynárenské, a.s.; oboje vedeny RWE	4	?	?

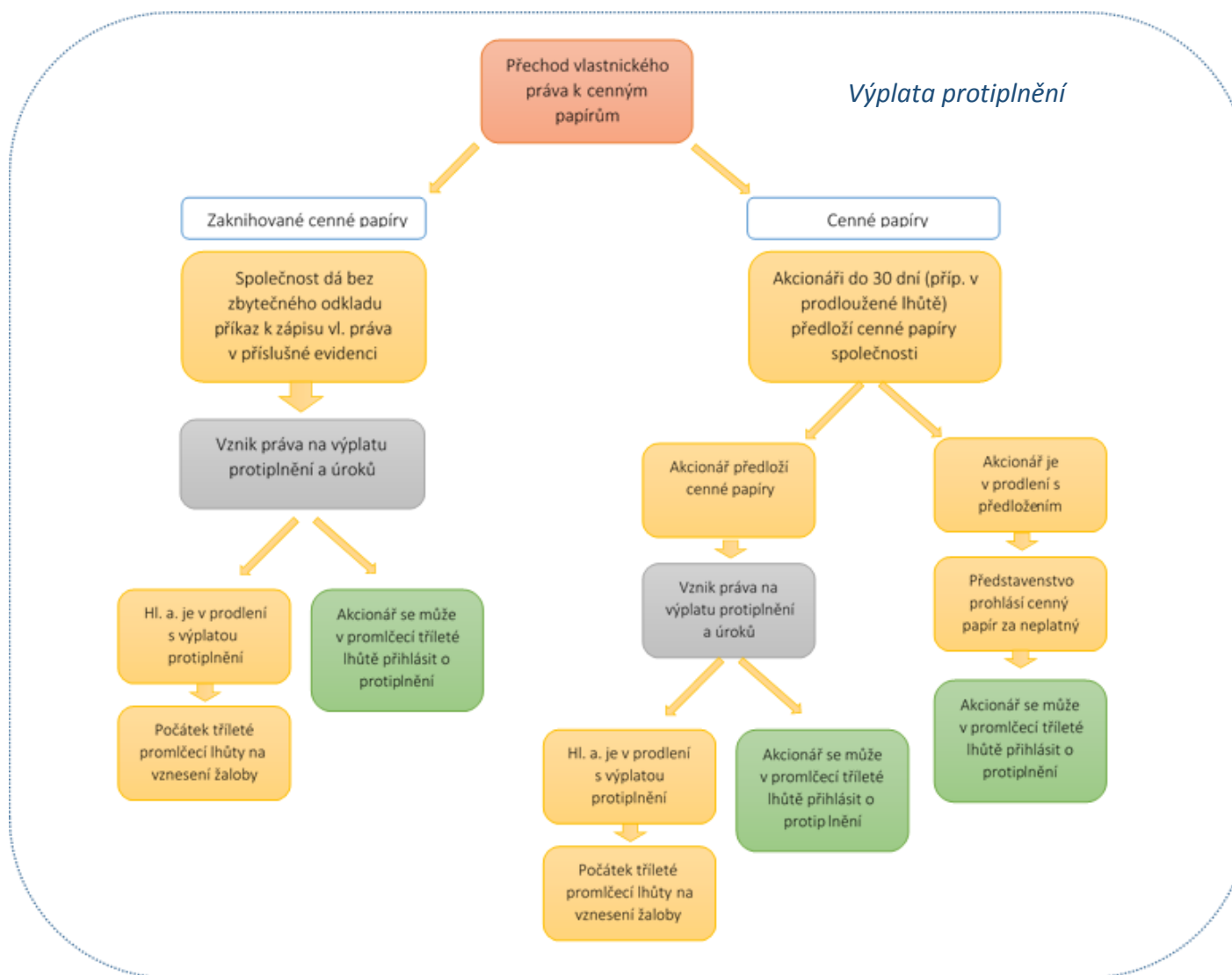
* Dobrovolné i povinné

** jde o jedinou povinnou nabídku převzetí toho roku, počet dobrovolných se nepodařilo zjistit

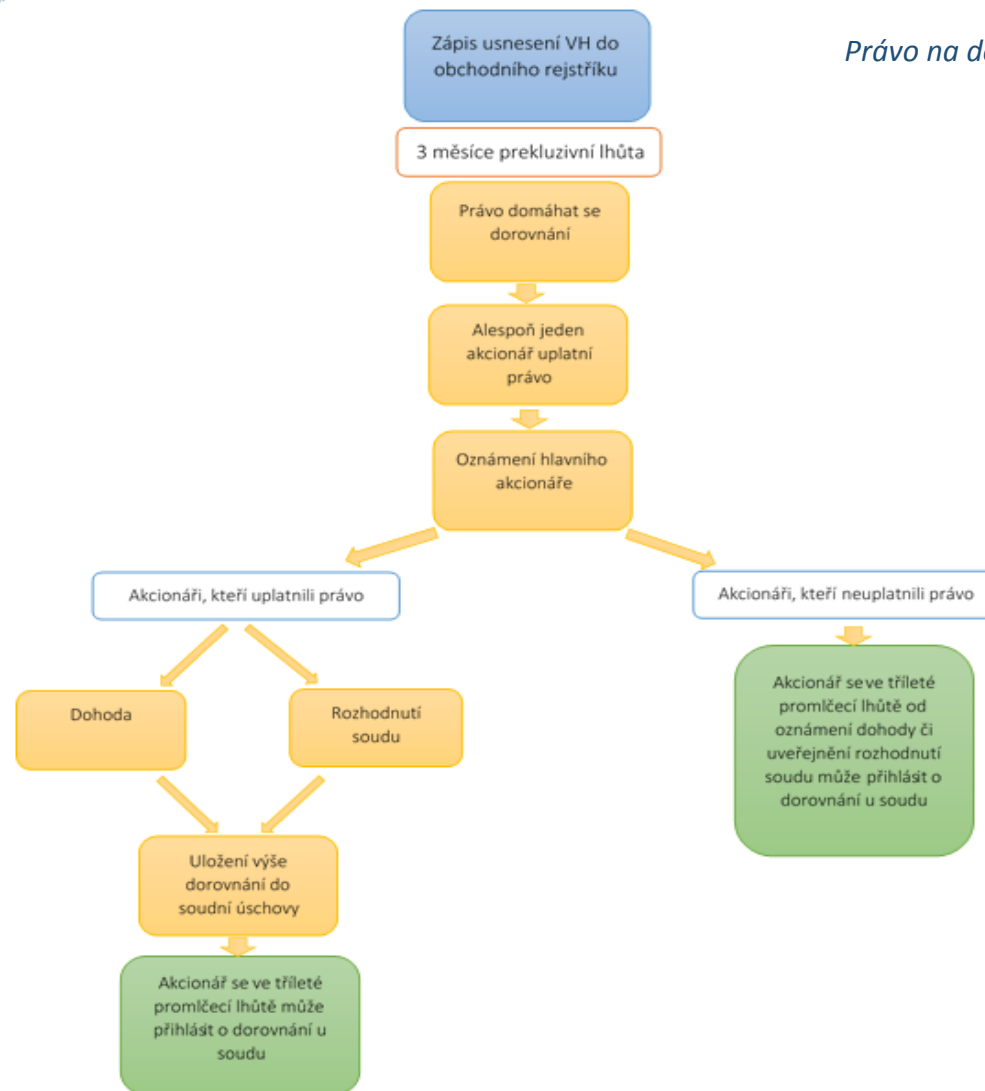
Zdroj: Výroční zprávy ČNB, Zprávy ČNB o dohledu nad kapitálovým trhem

Příloha č. 3 - Časové schéma vytěsnění minoritních akcionářů





Právo na dorovnání



Příloha č. 4 – Schéma výpočtu hodnoty závodu

Aktiva		Pasiva		
Investovaný kapitál z pohledu aktiv	Neprovozní aktiva	Neprovozní aktiva	Neprovozní aktiva	Vlastní kapitál
	Provozně nutný dlouhodobý majetek	Hodnota brutto	Hodnota netto	
	Provozně nutný pracovní kapitál		Cizí úročený kapitál	Cizí úročený kapitál
			Výsledná hodnota závodu	Investovaný kapitál z pohledu pasiv