

Vysoká škola ekonomická v Praze
Fakulta mezinárodních vztahů
Katedra podnikového a evropského práva

Diplomová práce

2007

Marek Lněnička

**Vysoká škola ekonomická v Praze
Fakulta mezinárodních vztahů**

Katedra podnikového a evropského práva

DIPLOMOVÁ PRÁCE

Právo výkupu akcií v ČR a v mezinárodním srovnání

**Vypracoval: Marek Lněnička
Vedoucí: JUDr. Radim Kříž
Akademický rok: 2006/2007**

Prohlášení

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci vypracoval samostatně a použil pouze uvedené prameny a literaturu

V Praze dne 21. 6. 2007

podpis studenta

POĎEKOVÁNÍ

Na tomto místě bych chtěl poděkovat mému odbornému konzultantovi, kterým byl JUDr. Radim Kříž, za jeho laskavé vedení mé práce.

ABSTRACT

Right to squeeze-out minority shareholders allows, after compliance with given prerequisites, majority shareholder to buy-out minority shareholders without necessity of their approval. This paper examines legislative background of this process in Czech Republic, EU, Germany, and Delaware and tries to answer the question to which extent is Czech legislature balanced and conformal with EU directives and legislatures in Germany and Delaware.

ABSTRAKT

Právo výkupu akcií (squeeze-out), dává majoritnímu akcionáři možnost po splnění daných podmínek vykoupit zbývající akcie od minoritních akcionářů bez jejich souhlasu. Práce zkoumá legislativní úpravu tohoto procesu v ČR, EU, SRN a ve státě Delaware a snaží se nalézt odpověď na otázku do jaké míry je česká úprava vytěsnění minoritního akcionáře kvalitní, vyvážená a konformní se směrnicemi EU a jak si vede v porovnání s úpravou v SRN a státu Delaware

Obsah

1 Úvod.....	8
2 Obecně o „squeeze-out“	11
2.1 Podstata	11
2.2 Výhody.....	19
2.3 Problematické body	20
2.4 Udělení souhlasu s vytěsněním.....	21
2.5 Povinnosti majoritního akcionáře spojené s vytěsněním.....	22
3 Squeeze-out a ústavnost.....	24
3.1 Úvod.....	24
3.2 Vyvlastnění	25
3.2.1 Veřejný zájem	25
3.2.2 Náhrada.....	27
3.2.3 Spravedlivý proces.....	28
3.2.4 Závěr	29
3.3 Současná situace	29
4 Směrnice EU o squeeze-out.....	31
4.1 Úvod.....	31
4.2 Úprava vytěsnění minoritního akcionáře podle EU.....	31
4.3 Rozdíl v úpravě EU a státu Delaware	34
5 Německá úprava.....	36
5.1 Úvod.....	36
5.2 Proces squeeze-out.....	37
5.3 Ochrana minoritního akcionáře.....	38
5.4 Problém se stávající úpravou	39
5.5 Nová úprava squeeze-out v právu SRN (2006)	40
5.6 Shrnutí.....	41
6 Úprava ve státě Delaware	42
6.1 Úvod.....	42
6.2 Squeeze-out v právu Delaware	42
6.2.1 Weinberger v. UOP (Del. 1983)	44
6.2.2 Kahn v. Lynch Communication System (Del. 1994).....	45
6.2.3 Rosenblatt v. Getty Oil (Del. 1985).....	47
6.2.4 Solomon v. Pathe Communications (Del. 1996)	48
6.2.5 In re Siliconix Inc. Shareholders Litigation (Del. 2001)	48
6.2.6 Glassman v. Unocal Exploration	49
6.2.7 In re Pure Resources (Del. 2002).....	49
6.3 Shrnutí.....	50
6.4 Nedostatky současného právního přístupu.....	50
6.4.1 Tender offer freeze-out	51
6.4.2 Merger freeze-out.....	52
6.4.3 Shrnutí.....	52
6.5 Možná řešení.....	53
7 Závěr – syntéza	55
7.1 Úvod.....	55

7.2 Chybějící sell-out	56
7.3 Nedostatečná úprava stanovení spravedlivé ceny výkupu.....	56
7.3 Informační povinnost	58
7.4 Shrnutí.....	59
8 Celkový závěr	61
9 Použitá literatura	63

1 Úvod

Legislativa zavádějící institut výkupu účastnických cenných papírů (tzv. vytěsnění minoritního akcionáře) byla ukotvena v novele obchodního zákoníku pod § 183i až n 3. března 2005. Zákon nabyl účinnosti dne 3. 6. 2005 pod č. 216/2005 Sb.

Nedlouho poté byla úprava novelizována zavedením nových prvků, zejména dozoru Komise pro cenné papíry nad určitými aspekty procesu, jejíž povinnost později přešla na ČNB.

Institut výkupu účastnických cenných papírů (squeeze-out), dává majoritnímu akcionáři možnost za splnění daných podmínek vykoupit zbývající akcie od minoritních akcionářů, pročež nepotřebuje jejich souhlas.

Pokud získá v akciové společnosti podíl dosahující alespoň 90 % (detailněji bude popsáno v následující kapitole), může provést vytěsnění zbývajících akcionářů a dosáhnout tak plné kontroly ve společnosti. Vytěsněným minoritním akcionářům je povinen poskytnout protiplnění odpovídající hodnotě vytěsněných akcií, pro co se vžil výraz spravedlivá cena.

Uzákonění procesu vytěsnění reagovalo na požadavky směrnic EU a inspiruje se i již existující úpravou v mnoha západních zemích. Výsledná úprava v ČR ovšem vyvolává řadu otázek a sporů nejen mezi odborníky, ale i odbornou veřejností a v neposlední řadě i mezi minoritními akcionáři. Její současná podoba byla napadena i u Ústavního soudu, poukazujíc na jeho protiústavnost a nekonformitu s mezinárodními úmluvami. Spor se tedy točí okolo dvou klíčových otázek, zda-li je vůbec přípustný z hlediska ústavnosti a pokud ano, zda-li je jeho současná úprava kvalitní.

Možnosti vytěsnění minoritního akcionáře v ČR doposud využilo zhruba 260 společností, přičemž celková výkupní cena přesáhla 10,5 miliardy Kč. Mezi nejznámější z nich patří například ČEZ, ETA Hlinsko, Rubena, Východočeská

energetika, Krkonošské papírny, a jiné. Podle agentury Čekia by se proces squeeze-out mohl odehrát ještě v zhruba čtyřech stovkách společností.

V této práci si nejdříve detailněji představíme institut vytěsnění minoritního akcionáře. Stručně popíšeme důvody jeho vzniku, průběh, stejně jako poukážeme na jeho výhody i hlavní oblasti jeho kritiky. To bude předmětem druhé kapitoly.

Ve třetí kapitole přiblížíme konformitu procesu vytěsnění minoritního akcionáře s ústavou a mezinárodními smlouvami. Squeeze-out bude posouzen z pohledu vyvlastnění a třech podmínek, které vyvlastnění legitimizují, kterými jsou veřejný zájem, náhrada a forma zákona.

Dále popíšeme stávající úpravu vytěsnění v EU, respektive tak jak ji Komise EU ukládá prostřednictvím směrnic sladit všem členským státům.

V páté kapitole se podíváme na úpravu vytěsnění minoritního akcionáře v SRN, popíšeme jeho aspekty, konformitu se směrnicemi EU a poukážeme na možné nedostatky.

V šesté kapitole se podobným způsobem zaměříme na institut vytěsnění minoritního akcionáře v právu státu Delaware, a to zejména prostřednictvím analýzy jednotlivých precedentů. Delaware přistupuje k vytěsnění vzhledem k rozdílnosti evropského a amerického trhu diametrálně odlišně, nicméně sdílí celou řadu podobných problematických aspektů, například výši spravedlivého protiplnění.

Poté provedeme syntézu získaných poznatků a vyvodíme patřičné závěry. Cílem této práce je odpovědět na otázku do jaké míry je česká úprava vytěsnění minoritního akcionáře kvalitní, vyvážená a konformní se směrnicemi EU a jak si

vede v porovnání s úpravou v SRN a státu Delaware. Odpovědi na tyto otázky budeme hledat v sedmé a osmé kapitole, kde odvodíme i možná doporučení.

2 Obecně o „squeeze-out“

3. března 2005 byla Poslaneckou sněmovnou Parlamentu ČR po vzoru mnoha evropských zemí, a zejména směrnice EU, přijata novelizace ObchZ, která mimo jiné nově obsahovala § 183i až § 183n, týkající se práva výkupu účastnických cenných papírů, pro které se všeobecně vžil název squeeze-out.¹ Tato novela nabyla účinnosti dne 3. června 2005 vyhlášením ve sbírce zákonů. Byla dále novelizována dne 29. září 2005, kdy byl do úpravy přidán například dohled Komise pro cenné papíry (dále jen Komise) nad některými aspekty vytěsnění. Od 1. dubna 2006 přešla povinnost z Komise na ČNB.

2.1 Podstata

Majoritní akcionář, který ve společnosti drží účastnické cenné papíry, nebo cenné papíry je nahrazující, a to v souhrnné hodnotě alespoň 90 % základního kapitálu společnosti, nebo s nimiž je spojeno alespoň 90 % hlasovacích práv ve společnosti, má možnost požadovat svolání valné hromady, která rozhodne o převodu zbylých účastnických cenných papírů (dále jen akcií) na jeho osobu.

Na valné hromadě tak může sám rozhodnout o převodu zbylých akcií na svou osobu, protože k tomu potřebuje alespoň 90% souhlas všech akcionářů, což v tento moment představuje on sám. Logicky tak může rozhodnout i přes nesouhlas minoritních akcionářů. Squeeze-out tak představuje formu vytěsnění (nebo i vyvlastnění) minoritních akcionářů, kterým je jako protihodnota poskytnuto spravedlivé plnění.

V případě pochybností o spravedlivosti průběhu mohou minoritní akcionáři (kterýkoliv z nich) napadnout průběh vytěsnění u soudu, popřípadě napadnout výši protiplnění jako nespravedlivé, což nemá vliv na průběh vytěsnění, ale

¹ V angličtině: vytlačit, vymáčkout, v USA, zejména podle práva státu Delaware, se používá výraz freeze-out, který má podobný význam: vyloučit, a bude v této práci pro zachování objektivity používán v souvislosti s právem Delaware

pouze na výslednou spravedlivou cenu. Vlastnické právo na vytěsněné akcie přechází na majoritního akcionáře za jeden měsíc po zapsání usnesení valné hromady do obchodního rejstříku. Více v tabulce 2.1

Hlavní motiv přijetí této úpravy byl čl. 15 směrnice č. 13. (2004/25/ES) a článek 39a směrnice č. 2 (77/91/EHS), které přijetí úpravy členskými zeměmi EU ukládají. Jak uvidíme, zákonodárce ovšem přijal tuto úpravu nekompletní a pozměněnou, čímž logicky způsobil mnoho nedostatků. V ČR se jako doprovodný motiv přijetí nové úpravy uvádí i jakási tečka za kupónovou privatizací, která má omezit silné rozptýlení vlastnictví mezi akcionáři v ČR.

Tabulka 2.1: Právo výkupu účastnických cenných papírů, ObchZ § 183i až 183n § 183i

(1) Osoba, která vlastní ve společnosti účastnické cenné papíry,

a) jejichž souhrnná jmenovitá hodnota činí alespoň 90 % jejího základního kapitálu, nebo

b) které nahrazují účastnické cenné papíry, jejichž souhrnná jmenovitá hodnota činí alespoň 90 % základního kapitálu společnosti, anebo

c) s nimiž je spojen alespoň 90% podíl na hlasovacích právech ve společnosti (dále jen "hlavní akcionář"),

je oprávněna požadovat, aby představenstvo svolalo valnou hromadu, která rozhodne o přechodu všech ostatních účastnických cenných papírů společnosti na její osobu.

(2) K přijetí usnesení valné hromady je potřebný souhlas alespoň devíti desetin hlasů všech vlastníků účastnických cenných papírů, přičemž vlastníci prioritních akcií a hlavní akcionář mají právo hlasovat. O rozhodnutí valné hromady se pořizuje notářský zápis, jehož přílohou je znalecký posudek o výši protiplnění, vyžaduje-li se.

(3) Usnesení valné hromady obsahuje také určení hlavního akcionáře, údaje osvědčující, že tento akcionář je hlavním akcionářem, a výši protiplnění určenou podle [§ 183j](#) odst. 6 a lhůtu pro poskytnutí protiplnění.

(4) Pro účely stanovení podílu podle odstavce 1 se vlastní účastnické cenné

papíry v majetku společnosti rozdělí mezi vlastníky účastnických cenných papírů v poměru jmenovitých hodnot jejich účastnických cenných papírů.

(5) K přijetí usnesení valné hromady o přechodu všech ostatních účastnických cenných papírů společnosti na osobu hlavního akcionáře se vyžaduje předchozí souhlas České národní banky, který nesmí být starší než 3 měsíce, jinak je usnesení valné hromady neplatné. Ustanovení [§ 183e](#) se použije přiměřeně; lhůta uvedená v [§ 183e](#) odst. 8 se prodlužuje na patnáct pracovních dní.

Účastníkem řízení je hlavní akcionář. Česká národní banka vždy posuzuje, zda je výše protiplnění přiměřená hodnotě účastnických cenných papírů, přičemž při posuzování přiměřenosti výše protiplnění přihledne zejména ke skutečnosti, že vlastník účastnických cenných papírů je zbaven možnosti volby, zda a kdy účastnické cenné papíry převede na hlavního akcionáře; v pochybnostech Česká národní banka přihledne k zájmu vlastníků účastnických cenných papírů.

(6) Hlavní akcionář je povinen předat obchodníkovi s cennými papíry nebo bance před konáním valné hromady peněžní prostředky ve výši potřebné k výplatě protiplnění a valné hromadě doložit tuto skutečnost. Výplatu protiplnění provádí banka nebo obchodník s cennými papíry.

§ 183j

(1) Představenstvo svolá valnou hromadu do 15 dnů ode dne doručení žádosti podle [§ 183j](#) odst. 1 společnosti.

(2) Pozvánka na valnou hromadu nebo oznámení o jejím konání musí obsahovat také rozhodné informace o určení výše protiplnění, případně závěry znaleckého posudku, je-li vyžadován, výzvu zástavním věřitelům, kteří jsou společnosti známi nebo by s ohledem na péči řádného hospodáře známi být měli, aby společnosti sdělili existenci zástavního práva k účastnickým cenným papírům vydaným společností, a vyjádření představenstva k tomu, zda považuje výši protiplnění určenou podle odstavce 6 za spravedlivou.

(3) Určení hlavního akcionáře, zdůvodnění výše protiplnění, znalecký posudek podle odstavce 6, rozhodnutí České národní banky podle [§ 183j](#) odst. 5, zpřístupní společnost ve svém sídle k nahlédnutí každému vlastníkovi

účastnického cenného papíru; [§ 184](#) odst. 8 věta druhá a třetí se použije obdobně. Společnost s kotovanými akciemi současně uveřejní informace o postupu podle [§ 183i](#) odst. 1 a závěry znaleckého posudku, je-li vyžadován, způsobem umožňujícím dálkový přístup.

(4) Návrh usnesení valné hromady se nesmí v určení výše protiplnění odchylovat od zdůvodnění výše protiplnění nebo od znaleckého posudku podle odstavce 6.

(5) Vlastníci zastavených účastnických cenných papírů společnosti bez zbytečného odkladu poté, co se dozvěděli o svolání valné hromady, sdělí společnosti skutečnost zastavení a osobu zástavního věřitele; upozornění na tuto povinnost se uvede v pozvánce na valnou hromadu nebo v oznámení o jejím konání.

(6) Společně se žádostí podle [§ 183i](#) odst. 1 doručí hlavní akcionář společnosti zdůvodnění určení výše protiplnění, znalecký posudek a rozhodnutí České národní banky podle [§ 183i](#) odst. 5; hlavní akcionář nese náklady na pořízení a doručení těchto listin.

§ 183k

(1) Vlastníci účastnických cenných papírů mohou od okamžiku obdržení pozvánky na valnou hromadu, případně od okamžiku oznámení jejího konání požádat soud o přezkoumání přiměřenosti protiplnění; není-li toto právo využito do měsíce ode dne zveřejnění zápisu usnesení valné hromady podle [§ 183i](#) do obchodního rejstříku, zaniká.

(2) V případě, že vlastník účastnického cenného papíru nevyužije právo podle odstavce 1, nemůže se nepřiměřenosti protiplnění již dovolávat.

(3) Soudní rozhodnutí, kterým bylo přiznáno právo na jinou výši protiplnění, je pro hlavního akcionáře a pro společnost závazné co do základu přiznaného práva i vůči ostatním vlastníkům účastnických cenných papírů. Promlčecí doba začíná běžet ode dne právní moci rozhodnutí, a to vůči všem oprávněným osobám bez ohledu na to, zda byly účastníky řízení.

(4) Určení nepřiměřenosti výše protiplnění nezpůsobuje neplatnost usnesení valné hromady podle [§ 183i](#) odst. 1.

(5) *Návrh na vyslovení neplatnosti usnesení valné hromady podle [§ 131](#) nelze zakládat na nepřiměřenosti výše protiplnění.*

§ 183l

(1) *Představenstvo podá bez zbytečného odkladu po přijetí usnesení valné hromady návrh na zápis usnesení do obchodního rejstříku.*

(2) *Současně usnesení valné hromady a závěry znaleckého posudku, pokud se vyžaduje, uveřejní způsobem určeným pro svolání valné hromady společnosti a uloží notářský zápis v sídle společnosti k nahlédnutí; upozornění na tuto skutečnost se v uveřejněném oznámení také uvede.*

(3) *Uplynutím měsíce od zveřejnění zápisu usnesení do obchodního rejstříku podle odstavce 1 přechází vlastnické právo k účastnickým cenným papírům menšinových akcionářů společnosti na hlavního akcionáře.*

(4) *Byly-li přešlé účastnické cenné papíry zástavou, zástavní právo okamžikem přechodu zaniká. Na zástavního věřitele, který drží zastavený účastnický cenný papír, se přiměřeně použijí odstavce 5 a 6.*

(5) *Dosavadní vlastníci listinných účastnických cenných papírů je předloží společnosti do 30 dnů po přechodu vlastnického práva; v době prodlení nemohou požadovat protiplnění podle [§ 183m](#). Společnost dá příkaz k zápisu změny vlastníků zaknihovaných účastnických cenných papírů na majetkových účtech osobě oprávněné vést příslušnou evidenci cenných papírů podle zvláštního právního předpisu ve stejné lhůtě s tím, že podkladem pro zápis změny je usnesení valné hromady podle [§ 183i](#) odst. 1.*

(6) *Nepředloží-li dosavadní vlastníci účastnických cenných papírů tyto cenné papíry do měsíce, případně v dodatečně lhůtě určené společností, která nesmí být kratší než 14 dnů, postupuje společnost podle [§ 214](#) odst. 1 až 3.*

(7) *Vrácené účastnické cenné papíry předá společnost hlavnímu akcionáři bez zbytečného odkladu. Za účastnické cenné papíry prohlášené za neplatné vydá představenstvo společnosti bez zbytečného odkladu hlavnímu akcionáři nové účastnické cenné papíry stejné formy, podoby, druhu a jmenovité hodnoty.*

§ 183m

(1) Oprávněné osoby mají právo na protiplnění v penězích, jehož výši určí hlavní akcionář; hlavní akcionář doloží přiměřenost protiplnění znaleckým posudkem, který nesmí být starší než 3 měsíce ke dni doručení žádosti podle [§ 183i](#) odst. 1, a jehož výši přezkoumá Česká národní banka.

(2) Dosavadním vlastníkům zaknihovaných účastnických cenných papírů vzniká právo na zaplacení protiplnění zápisem vlastnického práva na majetkovém účtu v příslušné evidenci cenných papírů a vlastníkům listinných účastnických cenných papírů jejich předáním společnosti podle [§ 183i](#) odst. 5 a 6.

(3) Obchodník s cennými papíry nebo banka poskytne oprávněným osobám protiplnění bez zbytečného odkladu po splnění podmínek podle odstavce 2.

(4) Obchodník s cennými papíry nebo banka poskytne protiplnění vždy vlastníkově vykoupených účastnických cenných papírů, ledaže je prokázáno zastavení vykoupených účastnických cenných papírů, pak poskytne částku odpovídající hodnotě zastavených účastnických cenných papírů zástavnímu věřiteli; to neplatí, prokáže-li vlastník, že zástavní právo již zaniklo, nebo že dohoda mezi ním a zástavním věřitelem určuje jinak.

§ 183n

(1) Zveřejněním usnesení valné hromady dochází k vyřazení účastnických cenných papírů z obchodování na oficiálním trhu, byly-li kotovány; [§ 186a](#) odst. 1 a 2 se nepoužijí. Společnost o vyřazení informuje v souladu se zvláštním právním předpisem organizátora regulovaného trhu, na kterém byly účastnické cenné papíry podle odstavce 1 přijaty k obchodování se žádostí o promítnutí vyřazení do příslušného seznamu.

(2) Organizátor regulovaného trhu oznámí neprodleně vyřazení účastnických cenných papírů z obchodování na regulovaném trhu příslušnému depozitáři a České národní bance.

(3) Právo hlavního akcionáře podle [§ 183i](#) odst. 1, které není uplatněno do 3 měsíců ode dne nabytí rozhodného podílu, zaniká.

Zdroj: ObchZ § 183i až § 183n

Shrnutí novelizované úpravy vytěsnění minoritního akcionáře:

- Nové ustanovení o squeeze-outu se vztahuje jak na kótované společnosti tak na společnosti ostatní.
- Akcionář, který vlastní alespoň 90 % buď všech akcií (účastnických cenných papírů) nebo akcie (účastnické cenné papíry) s nimiž je spojen alespoň 90 % podíl na hlasovacích právech ve společnosti se považuje za hlavního akcionáře a může přistoupit ke squeeze-outu akcií vlastněných minoritními akcionáři.
- Squeeze-out je zahájen doručením žádosti představenstvu cílové společnosti, aby svolalo valnou hromadu, jejímž předmětem jednání bude rozhodnutí o vykoupení akcií minoritních akcionářů za konkrétní cenu (výši protiplnění).
- Představenstvo je povinno svolat valnou hromadu do 15 dnů od doručení žádosti.
- Squeeze-out je uskutečněn přijetím rozhodnutí valné hromady požadovanou většinou (obecně jde o 90 % všech hlasů, nikoli pouze těch akcionářů, kteří byli přítomni na valné hromadě).
- Účinkem rozhodnutí o squeeze-outu je, že jeden měsíc po zápisu této skutečnosti do obchodního rejstříku a zveřejnění v Obchodním věstníku, akcie minoritních akcionářů automaticky přejdou na hlavního akcionáře a přitom po tomto přechodu nebudou zatíženy jakýmkoliv zástavním právem.
- Výše protiplnění musí být „přiměřená“. Pokud je squeeze-out vázán na povinnou nabídku převzetí („PNP“), tj proces squeeze-outu je zahájen během období tří měsíců po ukončení lhůty závaznosti PNP, výše protiplnění musí být stejná jako v případě PNP. Pokud squeeze-out není vázán na PNP, přiměřenost protiplnění musí být doložena oceněním znalce (znaleckým posudkem).
- Pokud squeeze-out není vázán na PNP, může minoritní akcionář požádat o přezkoumání výše protiplnění soudem, ale musí tak učinit před

uplynutím jednoho měsíce poté, co je přijetí usnesení valné hromady o squeeze-outu zveřejněno v Obchodním věstníku. V případě, že soud určí, že výše protiplnění není přiměřená, změní se jeho výše ve vztahu ke všem menšinovým akcionářům, přičemž tato změna nebude to mít vliv na platnost procesu squeeze-outu jako takového.

- Pokud je squeeze-out vázán na PNP, výše protiplnění nemůže být přezkoumávána jako součást procesu squeeze-outu. Samozřejmě akcionáři v takovém případě mají právo na přezkoumání výše protiplnění v rámci příslušných ustanovení obchodního zákoníku vztahujících se k PNP.
- Převod cenných papírů a uskutečnění plateb se bude lišit v závislosti na tom, zda jde o akcie vydané v zaknihované (dematerializované) nebo listinné podobě. Pokud jde o zaknihované akcie, budou tyto akcie převedeny ve Středisku cenných papírů (nebo jeho nástupci) z účtu příslušných minoritních akcionářů na účet hlavního akcionáře. Pokud jde o listinné cenné papíry každý menšinový akcionář, který má akcie, je povinen je předat společnosti do dvou měsíců po zveřejnění usnesení o přijetí rozhodnutí o squeeze-outu v Obchodním věstníku.
- Akcie kótovaných společností budou vyřazeny z obchodování na oficiálním trhu ke dni, kdy je rozhodnutí o squeeze-outu zveřejněno v Obchodním věstníku.
- Společnost a její představenstvo mají různé povinnosti týkající se informování akcionářů ohledně výše protiplnění a jeho podmínkách squeeze outu. V případě představenstva jde o zejména o povinnost podat stanovisko týkající se přiměřenosti výše protiplnění.

Zdroj: Nová ustanovení o "squeeze-outu" v českém právu, 2005,
www.nortonrose.com

2.2 Výhody

Základním motivem existence institutu vytěsnění minoritního akcionáře je ulehčení chodu a fungování společnosti s majoritním akcionářem. Pokud se vlastnická struktura společnosti změní tak, že existuje majoritní akcionář s dostatečně dominantním balíkem akcií (hranici zákonodárce stanovil na zmíněných 90 %), dochází k možnému značnému omezení efektivnosti chodu společnosti.

ObchZ ukládá akciové společnosti povinnost svolávat valnou hromadu, informační povinnost a mnoho jiných, které v případě existence popsaného majoritního akcionáře ztrácejí zákonodárcem zamýšlený smysl, a stávají se spíše přítěží. Navíc, minoritní akcionáři s méně než 10 % přispívají k chodu společnosti, jak prakticky, tak finančně, jen velmi málo, protože ztrácí možnost reálně ovlivňovat chod společnosti.

Při existenci zákonné možnosti takové akcionáře za spravedlivé protiplnění vytěsnit tak majoritní akcionář získává účinný nástroj k zefektivnění chodu společnosti, pročež se stává jediným akcionářem společnosti (going private).

Navíc v situaci, kdy existující minoritní akcionáři nemají fakticky vliv na chod společnosti, mnohokrát využívají svých práv k úmyslnému ztrpčování života majoritním akcionářům. K tomu patří zejména vznášení nesmyslných požadavků na valných hromadách, dožadování se přístupu k určitým informacím a vysvětlením apod., což je ve zjevném nepoměru k jejich faktickému podílu ve společnosti. Z tohoto a mnoha dalších důvodů má většina vyspělých zemí možnost vytěsnění minoritního akcionáře uzákoněnou již delší dobu (Německo, Velká Británie, Francie, Nizozemsko, Belgie, Itálie, Švédsko atd.).

Česká úprava navíc v rozsahu působnosti (po vzoru německé úpravy) zachází poměrně daleko. Vztahuje možnost vytěsnění na jakoukoliv akciovou společnost, nejen kótovanou na burze, jak bývá často zvykem. V ČR, kde je na burze kótováno poměrně malé procento akciových společností, tak možnost vytěsnění

vztahuje na velké množství společností. To ale jest v ČR, kde díky kupónové privatizaci může i 10 % minorita představovat tisíce akcionářů, nesporně vhodný krok.

2.3 Problematické body

Podstatou squeeze-out je de facto zásah do osobního vlastnictví minoritních akcionářů, a lze ho tedy považovat za formu vyvlastnění. Z tohoto důvodu je tento proces předmětem vášnivé diskuze nejen mezi odborníky, ale i odbornou veřejností a samotnými akcionáři.

Mezi nejčastější výtky patří jeho zjevná protiústavnost (více ve zvláštní kapitole), která nejvíce poukazuje na to, že vytěsnění nesplňuje podmínku existence veřejného zájmu, ale spíše pouze soukromého, čímž dochází k porušení mimo jiné nedotknutelnosti soukromého vlastnictví podle čl. 11 Listiny základních práv a svobod.

Další neméně závažná výtka směřuje k metodě a postupu stanovování odpovídajícího protiplnění-spravedlivé ceny, které se vytýká její nepřiměřenost a problematická napadnutelnost. Výše spravedlivé ceny bude vždy v rozporu, minoritní akcionáři budou požadovat co nejvyšší, majoritní akcionáři co nejnižší. Spravedlivost by v ČR měl částečně zajišťovat znalecký posudek, vypracovaný nezávislými experty. Navíc nad jeho objektivitou bdí díky novele ČNB, která celou řadu posudků vrací k přepracování.

Na závěr se procesu vytěsnění minoritního akcionáře vytýká jeho domnělý rozpor s § 56a ObchZ, týkajícího se zneužití většiny proti menšině.

2.4 Udělení souhlasu s vytěsněním

O udělení souhlasu k vytěsnění minoritního akcionáře uděluje souhlas ČNB prostřednictvím Komise pro cenné papíry. Jediným oprávněním žadatelem o udělení souhlasu je majoritní akcionář. ČNB ovšem nezkontroluje, zda-li akcionáři právo na vytěsnění skutečně náleží. V případě, že majoritní akcionář nemá ke dni podání žádosti skutečně v držení celých 90 % akcií, ale předpokládá se, že je v krátké době získá, může i přesto požádat o souhlas Komise. V takovém případě začne běžet tříměsíční lhůta nutná pro doručení žádosti o svolání valné hromady od chvíle dosažení držby 90 % akcií. Obvykle majoritní akcionář musí získat souhlas s vytěsněním ještě před svoláním valné hromady, je ale tímto možné proces nastartovat i dříve.

Jedním z hlavních úkolů ČNB je posouzení přiměřenosti výše protiplnění, tedy spravedlivé ceny. ČNB ve své metodice oceňování vychází z publikace „Znalecké posudky pro účely nabídek převzetí a veřejných návrhů smluv o koupi účastnických cenných papírů“, čímž nerozlišuje, zda-li oceňuje pro účely vytěsnění, či souhlasu s převzetím jedné společnosti druhou apod.

ČNB je pro posouzení spravedlivé ceny oprávněna vyžadovat od majoritního akcionáře jakékoliv podklady k tomu relevantní, tedy znalecký posudek, účetní uzávěrky, výroční zprávy, a jiné.

Pokud ČNB shledá veškeré posuzované aspekty za splněné (mimo jiné i zda-li majoritní akcionář disponuje požadovanou částkou, přičemž ČNB zkoumá i původ těchto finančních prostředků), včetně výše spravedlivé ceny, udělí souhlas k vytěsnění minoritního akcionáře za uvedenou hodnotu protiplnění, který má formální povahu schválení usnesení valné hromady o převodu akcií na majoritního akcionáře.

Majoritní akcionář má povinnost informovat veřejnost o svém úmyslu vytěsnit minoritního akcionáře, přičemž je povinen oznámit i výkupní cenu. Tato povinnost směřuje k omezení možnosti insider trading, neoprávněného využití vnitřních informací, a podporuje transparentnost trhů. Do pěti dnů ode dne uveřejnění svého úmyslu je majoritní akcionář povinen předložit komisi návrh na vytěsnění.

2.5 Povinnosti majoritního akcionáře spojené s vytěsněním

Povinnosti majoritního akcionáře spojené s vytěsněním jsou shrnuty v tabulce 2.2

Tabulka 2.2: Povinnosti majoritního akcionáře spojené s vytěsněním

Povinnost hlavního akcionáře	CP	ObchZ	Sankce*
Obstarat souhlas ČNB	Všechny	183i/5	N
Obstarat znalecký posudek	Všechny	183j/6	P
Nabídnout přiměřené protiplnění	Všechny	183i/3	S, P
Povinnost prokázat na výzvu původ prostředků	Všechny	183e/11	P
Opatření k zabránění šíření informací	Kótované	183e/1	K
Uveřejnit a oznámit rozhodnutí o vytěsnění Komisi	Kótované	183e/3	K
Složit na výzvu protiplnění v bance předem	Všechny	183e/11	P
Předat obchodníkovi nebo bance protiplnění	Všechny	183i/6	S
Povinnost představenstva	CP	ObchZ	Sankce*
Svolat valnou hromadu s programem vytěsnění	Všechny	183j/1	S
Vyjádření ke spravedlivosti ceny	Všechny	183j/2	S
Podat návrh na zápis usnesení VH do OR	Všechny	183l/1	S
Informovat organizátora trhu	Kótované	183n/1	S

Zachovávat mlčenlivost

Kótované 183e/6 K

Povinnost obchodníka

CP ObchZ Sankce*

Vyplatit protiplnění

Všechny 183m/3 S, K

Povinnost akcionáře

CP ObchZ Sankce*

Sdělit společnosti zastavení akcií

Všechny 183j/5 S

Předložit listinný cenný papír

Všechny 183l/5 A

Povinnost organizátora trhu

CP ObchZ Sankce*

Oznámit vyřazení CP Komisi

Kótované 183n/2 zřejmě bez

*Vysvětlivky k sankci:

N – neplatnost usnesení valné hromady

P – neudělení povolení

S – možnost domáhat se splnění povinnosti nebo náhrady škody žalobou u soudu

K – delikt postižitelný Komisí

A – prohlášení CP za neplatný

Zdroj: Stanovisko KPCP č. STAN/13/2005 ze dne 9.11.2005

3 Squeeze-out a ústavnost

3.1 Úvod

V mnoha evropských zemích (ČR, Německo) se proces vytěsnění minoritního akcionáře stal předmětem sporu ohledně konformity s ústavou a mezinárodními úmluvami. V ČR se tento případ dostal na stůl ústavního soudu. Rozhodnutí a spravedlivé posouzení je z mnoha důvodů problematické.

Hlavní výtky směřující proti úpravě vytěsnění minoritního akcionáře podle návrhatelky z Městského soudu v Praze, soudkyně Zuzana Citrýnové, se týkají poškozování práv minoritního akcionáře, kteří mají podle soudkyně nedostatečné možnosti se vytěsnění bránit a přicházejí tak protiústavně o předmět svého vlastnictví, akcie.

Dále poukazuje na nekonformitu s Listinou základních práv a svobod, která byla uvedena v platnost ústavním zákonem ve Sbírce zákonů č. 2/1993 Sb. (dále jen Listina) a s Úmluvou o lidských právech a základních svobodách, publikovanou ve Sbírce zákonů 209/1999 Sb (dále jen Úmluva). Celá řada odborníků² se zapojila do diskuze ohledně konformity úpravy vytěsnění minoritního akcionáře.

² Např.: Dědič, J. (2002): Obchodní zákoník – komentář. Díl III, § 176 – 220zb. Polygon, Praha

Havel, B.: Squeeze-out. Protiústavní nebo legitimní nástroj změny vlastnické struktury akciové společnosti?, Právní rozhledy, č. 21, r. 2004, str. 773 – 778.

Pokorná, J.: Squeeze-out: ochrana menšinových akcionářů nebo efektivita činnosti akciové společnosti?, Právní fórum, č. 6, r. 2004, str. 237 – 239.

Zima, P.: Převod jmění u nás a ve světě, Právní rozhledy, č. 12, r. 2003, str. 599 – 604

3.2 Vyvlastnění

Čl. 11 Listiny v odst. 4 říká, že vyvlastnění nebo nucené omezení vlastnického práva je možné jen ve veřejném zájmu, a to na základě zákona a za náhradu. Ve Sbírce zákonů č. 131/1994 Sb je uvedeno, že vyvlastnění je nuceným odejmutím vlastnického práva ve veřejném zájmu na základě zákona a za náhradu, přičemž je nepodstatné, jak je s majetkem posléze nakládáno. V případě vytěsnění minoritního akcionáře dochází k odebrání akcií, tedy podílu akcionáře na majetku akciové společnosti, včetně, a to je důležité, všech možných budoucích zisků s držbou spojených. Vyvlastnění je tedy Listinou umožněno v případě veřejného zájmu, za náhradu a formou zákona (vč. spravedlivého procesu).

3.2.1 Veřejný zájem

Jak bylo řečeno, vyvlastnění lze provést (respektive jedna z podmínek jest) jen za existence veřejného zájmu, tedy nutnosti jeho prokázání. Profesor Dědič³ se s touto problematikou vypořádává jednoduše. Podle jeho názoru, pokud zákonodárce možnost vytěsnění minoritního akcionáře uzákonil, dal tím jasně najevo, že se jedná o veřejný zájem a tedy o akt konaný ve veřejném zájmu. Z toho tedy logicky plyne, že pokud je skutečnost upravena zákonem, je ve veřejném zájmu. Možnost vytěsnění minoritního akcionáře je ukotvena v ObchZ, je tedy ve veřejném zájmu. Listina ovšem jasně rozlišuje zákon na jedné straně a veřejný zájem na straně druhé. Z toho usuzuji, že vyvlastnění je nemožné, pokud to umožňuje zákon, ale neexistuje veřejný zájem.

Otázka se tedy stáčí zpět k elementární otázce co je vlastně veřejný zájem a jak se rozlišuje. Pojetí ve smyslu co je uzákoněno, je ve veřejném zájmu, mi přijde lehce „účelové“ a, s přihlédnutím k obecně špatnému stavu české legislativy, velmi nebezpečné. Komu ale patří veřejný zájem, respektive na čí straně stojí v případě vytěsnění minoritního akcionáře? Je ve veřejném zájmu umožnit akciové společnosti hladce fungovat a odstranit nepříjemnosti (popsané

³ Dědič, J. (2002): Obchodní zákoník – komentář. Díl III, § 176 – 220zb. Polygon, Praha

v předcházející kapitole) spojené s rozptýlením méně než 10 % akcií mezi minoritními akcionáři? Nebo je více ve veřejném zájmu chránit nedotknutelnost soukromého majetku, jeden z principů demokracie a tržního hospodářství? Protipóly přinejmenším těžko slučitelné. Klíčem je podle mého názoru uspokojivě odpovědět na otázku, zda-li pozitiva z vytěsnění minoritního akcionáře převažují nad s tím spojenými negativy, respektive jasně definovat proporcionalitu mezi nimi. Pokud pozitiva převažují nad negativy, lze se podle mě úspěšně domnívat, že existuje veřejný zájem. Současná úprava vytěsnění ovšem nechává toto dilema plně na rozhodnutí majoritního akcionáře, který má ve svých rukou moc o vytěsnění (respektive zda-li ho provést či ne) plně rozhodnout.

Záleží tak zřejmě na individuálním posouzení každého případu, zda-li je či není vyvlastnění ve veřejném zájmu. Celá řada judikátů uvádí, že vyvlastnění je přípustné v případě, kdy je jeho předmět nevyužíván, respektive bez užitku, a tím vzniká veřejný zájem. Jak ale posoudit tuto myšlenku v případě držby akcií? Asi těžko lze považovat za využívání držby akcií aktivní vystupování minoritního akcionáře na valných hromadách a tím znepříjemňování života majoritnímu akcionáři, což je paradoxně jeden z jevů, k jehož omezení úprava vytěsnění vznikla. Tudy cesta podle mého názoru nevede. Veřejný zájem je pojem nepochybně velice široký a dává tak širokou možnost posouzení, co je a co není ve veřejném zájmu.

Havel⁴ uvádí, že vyvlastnění je možné pouze v horizontálních vztazích, nikoliv ve vertikálních, čímž staví možnost vyvlastnění mezi dvěma soukromými subjekty do problematické polohy. Na druhé straně však ObchZ v §56a výslovně zakazuje zneužití menšiny a většiny hlasů v akciové společnosti. Pokud tedy připustíme logiku zákonodárce, že minoritní akcionáři mohou bezdůvodně znepříjemňovat život majoritnímu akcionáři (viz předchozí kapitola), mohou tím minoritní

⁴ Havel, B.: Squeeze-out. Protiústavní nebo legitimní nástroj změny vlastnické struktury akciové společnosti?, Právní rozhledy, č. 21, r. 2004, str. 773 – 778.

akcionáři v jistých případech splnit podstatu zmíněného § 56a. Tím podle mého názoru může vzniknout prostor pro uplatnění veřejného zájmu a tedy ospravedlnění vyvlastnění.

Veřejný zájem v případě vytěsnění minoritního akcionáře ovšem zákon doplňuje přívlastkem obecný, který chápu jako vágnější a zobecňující veřejný zájem. Jinými slovy pod obecný veřejný zájem lze zahrnout širší spektrum možných interpretací než pod veřejný zájem. Argumentů na obou stranách tedy existuje dost. Domnívám se ale, že na uspokojující otázku ohledně dilematu zda-li je squeeze-out podle § 183i ve veřejném zájmu, si budeme muset počkat až na rozhodnutí Ústavního soudu, pokud uspokojivé vysvětlení vůbec přinese.

3.2.2 Náhrada

Druhá podmínka pro provedení vyvlastnění je náhrada. Listina říká, že náhrada musí být v odpovídající míře k hodnotě vyvlastněného majetku. V případě vytěsnění minoritního akcionáře tento problém nazýváme spravedlivá cena. Praxe stanovuje podmínku, že výkupní cena nesmí být nižší než tržní hodnota (cena obchodovatelná na trzích) platná v okamžik vytěsnění, stejně jako nesmí být nižší než nejvyšší cena vyplacená majoritním akcionářem za odkup akcie během posledních třech měsíců⁵. Tím se úprava snaží vyhovět podmínce odpovídající náhrady-spravedlivé ceny logikou, že minoritní akcionář dostane za své akcie přinejmenším takovou hodnotu v penězích, kterou by dostal na volném trhu (stejnou anebo vyšší, ne však nižší).

Tím se snaží částečně i vypořádat s tím, že akcionář je tak připraven i o možnost jakýchkoliv budoucích zisků, které z držby zmíněné akcie mohou plynout (dividendy, budoucí možný pohyb ceny akcie vzhůru apod.). Za své akcie dostane cenu stejnou anebo vyšší než je tržní cena akcie, čímž se snaží kompenzovat ušlé možné budoucí zisky a lépe vyhovět definici spravedlivé ceny.

⁵ V ČR je ale hlavním kritériem stále znalecký posudek, zmíněná úprava je obsahem směrnic EU

Budoucí pohyb ceny akcie (a tím i s tím spojených možných zisků a ztrát) je ale nepředvídatelný. Proto cena vyplacená nemůže být nikdy zcela spravedlivá, může se jí pouze blížit.

Česká legislativa nařizuje jako hlavní vodítko posudek znalce, respektive odborné ocenění znalcem, od kterého by se měla hodnota protiplnění odvíjet. Tato úprava (respektive realita v ČR) je spíše k pláči, pokud ne vyloženě kontraproduktivní. Posudky se v konkrétních případech liší, a to i v rádech desítek procent. Podle mého názoru tak cena nemůže být nikdy spravedlivá, může se jí pouze blížit. Z popsaných důvodů se ale přikláním k názoru, že by měla být vždy vyšší než tržní cena, například o pevně stanovenou procentuální sazbu (premium cena).

3.2.3 Spravedlivý proces

Poslední podmínka pro ústavní konformitu institutu vyvlastnění stanovuje, že se tak musí stát formou zákona, spravedlivým procesem. Článek 6. Úmluvy říká, že soukromý majetek může být odebrán pouze na základě spravedlivého procesu.

Jak ale v případě vytěsnění minoritního akcionáře chápat spravedlivý proces? Domnívám se, že pouze možností dovolat se soudní cestou (v případě minoritních akcionářů) individuálního přezkoumání procesu vytěsnění, a to na základě toho, že nebylo vyhověno zákonným podmínkám, a to jakýmkoliv relevantním. Tuto možnost minoritní akcionář má (viz předchozí kapitola), a to hned v několika oblastech (spravedlivá cena, průběh apod.).

Napadení procesu squeeze-out minoritními akcionáři v ČR soudní cestou (a to jakýkoliv aspekt) má však charakter pouhého přezkoumání, zda-li bylo vyhověno všem podmínkám, cena je spravedlivá apod. Děje se tak pouze písemnou formou a na neveřejných zasedáních, čímž minoritní akcionář ztrácí možnost se účinně a aktivně bránit, protože je uvržen do role pasivního čkatele na rozhodnutí soudu, čímž podle mého názoru současná úprava procesu vytěsnění

nevyhovuje článku 6. Úmluvy plně. Na uspokojivou odpověď ale budeme muset opět čekat až na rozhodnutí Ústavního soudu (nebo v ní alespoň doufat).

3.2.4 Závěr

Současná úprava vytěsnění minoritního akcionáře v ČR neposkytuje mnoho záruk, že nedojde k poškození minoritních akcionářů, a současně ani uspokojivě neodpovídá na otázku jeho ústavní konformity.

Jak uvidíme v příštích kapitolách, česká úprava institutu vytěsnění se inspirovala ve směrnících EU a v právu německém, ovšem nedostatečně. Činí tak ovšem s plnou důvěrou, a to podle vzoru zemí, kde již byla stížnost na protiústavnost a nekonformitu s mezinárodními úmluvami zamítnuta. Jak ale bude argumentováno v těchto kapitolách a zejména v samotném závěru práce, český zákonodárce čerpá ve zmíněných zahraničních úpravách jen částečně a úpravy přebírá nekompletní, popřípadě je nadále upravuje, čímž je činí protiústavní, protože opomíná převzít celý systém, který byl konformní, jeho jednotlivé části ovšem konformní nejsou.

Jedná se zejména o následující aspekty:

- Nedostatečná definice veřejného zájmu
- Neexistence možnosti stanovení spravedlivé výše protiplnění
- Nemožnost minoritního akcionáře aktivně vystupovat-bránit se procesu vytěsnění soudní cestou

Proto se domnívám, že je nezbytné celý systém novelizovat, jak bude argumentováno v závěru práce.

3.3 Současná situace

Dne 10. ledna 2007 Ústavní soud odročil jednání ohledně protiústavnosti vytěsnění minoritního akcionáře na neurčito. Důvod udal takový, že neměl

dostatek času na prostudování relevantních informací a tedy na objektivní rozhodnutí.

Můj osobní názor je takový, že si Ústavní soud plně uvědomuje problematické pasáže současné úpravy, stejně jako jeho nezbytnou a nevyhnutelnou novelizaci (viz závěr), a tedy s rozhodnutím počká na novelizaci, která popsané problematické pasáže vyřeší a která zároveň musí přijít brzy, pokud se chceme vyhnout důsledkům žaloby ze strany EU (opět viz závěr).

30. května 2007 rozhodl Spolkový ústavní soud SRN ohledně stížnosti na protiústavnost úpravy vytěsnění minoritního akcionáře. Došel k závěru, že německá úprava v rozporu s ústavou není, pokud je rozumně vyvážen zájem menšinových a většinových akcionářů, vytěsnění akcionáři jsou spravedlivě kompenzováni a mají možnost se účinně domáhat svých práv soudní cestou, přičemž konstatoval, že německá úprava toto splňuje.

4 Směrnice EU o squeeze-out

4.1 Úvod

Vytěsnění minoritního akcionáře je z hlediska obchodních společností proces komplexní. Evropská Unie čítá v současné době 27 členských států, z nichž všichni jsou členy společného hospodářského prostoru, z nichž každý na určité úrovni.⁶ Podle této logiky tak například majoritní akcionář tuzemské (sídlo) akciové společnosti může být zahraniční osoba (pocházející z jiné členské země EU), stejně tak minoritní akcionář tuzemské akciové společnosti může být zahraniční osoba. Vytěsnění minoritního akcionáře v jedné zemi tak má zpravidla přesahující dopad i na jiné státy, a to z důvodu společného trhu. Je proto nasnadě, že EU vytvořila nadřazenou úpravu procesu vytěsnění minoritního akcionáře za účelem sjednocení (nebo přesněji vymezení mantinelů) jednotlivých právních úprav členských zemí.

4.2 Úprava vytěsnění minoritního akcionáře podle EU

V EU je možnost vytěsnění minoritního akcionáře ukotvena ve směrnici č. 77/91/EEC o zakládání akciové společnosti a udržování jejího základního kapitálu, a to její novelizací z roku 2004, čl. 39 odst. a, b (2 směrnice). Možnost vytěsnění minoritního akcionáře z důvodu převzetí nebo fúze společností řeší směrnice 2004/25/EC z 21. dubna 2004 (13. směrnice), která ukládala členským státům její zavedení do 20. května 2006.

Směrnice obsahuje postup pro členské státy pro provádění vytěsnění minoritního akcionáře ze společností, které jsou částečně nebo zcela obchodovatelné na

⁶ Některé státy jsou součástí eurozóny, některé pouze schengenského prostoru, nebo mají pouze společnou celní politiku a jiné

volných trzích. Stejně tak se snaží zavést adekvátní úroveň ochrany pro všechny zúčastněné strany v tomto procesu. Dále vyjímá z možnosti vytěsnění společnosti zabývající se kolektivním investováním kapitálu poskytnutého fyzickými a právníckými osobami.⁷

Směrnice je pouze vágní a nařizuje členským státům zavedení možnosti vytěsnění minoritního akcionáře do daného data. Přičemž musí zajistit, aby že majoritní akcionář je schopen podle daného práva přimět všechny minoritní akcionáře k odprodeji svých akcií a to za podmínek spravedlivého protiplnění.

Členské státy musí zavést právo vytěsnění v jedné z následujících situací:

- Kdy majoritní akcionář drží ne méně než 90 % akcií spojených s hlasovacím právem, přičemž může stanovit tuto hranici i vyšší, ne však více než 95 % akcií spojených s hlasovacím právem nebo 95 % hlasovacích práv.
- Kdy společnost provádějící převzetí jiné poté, co cílová společnost schválila transakci, získala alespoň 90 % akcií spojených s hlasovacím právem a 90 % hlasovacích práv.

V tabulce lze vidět detailní znění čl. 15 směrnice 2004/25/EC, týkající se squeeze-out

1. Členské státy zajistí, aby se po nabídce všem držitelům cenných papírů cílové společnosti na všechny jejich cenné papíry použily odstavce 2 až 5.

2. Členské státy zajistí, aby předkladatel nabídky mohl požadovat, aby mu všichni držitelé zbývajících cenných papírů tyto cenné papíry prodali za

⁷ Investiční fondy, hedgeové fondy apod.

spravedlivou cenu. Členské státy toto právo stanoví pro některou ze těchto situací:

a) pokud předkladatel nabídky drží cenné papíry představující nejméně 90 % základního kapitálu spojeného s hlasovacími právy a 90 % hlasovacích práv cílové společnosti, nebo

b) pokud po přijetí nabídky předkladatel nabídky získal nebo uzavřel pevnou smlouvu o nabytí cenných papírů představujících nejméně 90 % základního kapitálu spojeného s hlasovacími právy a 90 % hlasovacích práv obsažených v nabídce. V případě uvedeném v písmenu a) mohou členské státy stanovit vyšší prahovou hodnotu, která však nesmí být vyšší než 95 % základního kapitálu spojeného s hlasovacími právy a 95 % hlasovacích práv.

3. Členské státy zajistí, aby byla v platnosti pravidla umožňující výpočet okamžiku, kdy bude dosaženo prahové hodnoty. Pokud cílová společnost emitovala více než jeden druh cenných papírů, mohou členské státy stanovit, že právo výkupu účastnických cenných papírů lze uplatňovat pouze u toho druhu, u něhož bylo dosaženo prahové hodnoty stanovené v odstavci 2.

4. Pokud předkladatel nabídky hodlá uplatnit právo výkupu účastnických cenných papírů, učiní tak do tří měsíců od konce lhůty pro přijetí nabídky stanovené v článku 7.

5. Členské státy zajistí, aby byla zaručena spravedlivá cena. Tato cena bude mít stejnou podobu jako protiplnění nabídnuté v nabídce nebo bude ve formě hotovosti. Členské státy mohou stanovit, že protiplnění v hotovosti musí být alespoň alternativně nabídnuto v každém případě. Po dobrovolné nabídce v obou případech uvedených v odst. 2 písm. a) a b) se protiplnění navržené v nabídce považuje za spravedlivé, pokud přijetím nabídky její předkladatel získal cenné papíry představující nejméně 90 % základního kapitálu spojeného s hlasovacími právy obsaženého v nabídce.

Zdroj: čl. 15 směrnice 2004/25/EC

Pokud se při převzetí jiné společnosti majoritní akcionář rozhodne vykonat squeeze-out, musí tak učinit nejpozději do třech měsíců od data, kdy převzetí vstoupilo v platnost zápisem do obchodního rejstříku. Členské státy musí zajistit, že spravedlivé protiplnění, tedy spravedlivá výkupní cena, je garantována.

Právo výkupu akcií musí (squeeze.out) být kombinováno s právem být vykoupen (sell-out). Právo sell-out zajišťuje (analogicky k možnosti majoritního akcionáře vytěsnit minoritní akcionáře) právo pro minoritní akcionáře být vykoupen, a to po splnění stejných podmínek jako v případě squeeze-out. Jedná se tedy o naprosto stejnou úpravu, pouze v zrcadlovém provedení. Sell-out podle mého názoru představuje spravedlivé vyvážení procesu squeeze-out a vnáší tak do procesu větší efektivnost a spravedlnost. Směrnice EU ho však nařizuje pouze v situaci následující nabídku na převzetí. V ČR neexistuje ani jedno.

4.3 Rozdíl v úpravě EU a státu Delaware

Oproti popsané úpravě vytěsnění minoritního akcionáře podle EU právo státu Delaware vyžaduje pouze prostou většinu, tedy 50,1 % k vytěsnění minoritních akcionářů (viz kapitola o vytěsnění minoritního akcionáře v právu Delaware). Toto právo je založeno na prosté úvaze, že majoritní akcionář tak kontroluje valnou hromadu a může tím návrh na vytěsnění sám prostou většinou schválit. Týká se pouze vytěsnění následující převzetí společnosti. Navíc právo státu Delaware rozlišuje i vytěsnění minoritního akcionáře podobné české úpravě, tedy pokud majoritní akcionář vlastní alespoň 90 % akcií může vytěsnit minoritní akcionáře bez schválení valné hromady, tedy i bez jejich souhlasu. Toto právo

ale nemá federální působnost, mimo stát Delaware platí podobná úprava pouze v New Yorku a Kalifornii⁸.

Právo státu Delaware neobsahuje jako právo EU možnost pro minoritní akcionáře být vykoupen, tedy sell-out, což je zrcadlová analogie k vytěsnění minoritního akcionáře – squeeze-out (viz výše). Praxe ovšem říká, že majoritní akcionáři mají (pokud splněny formální podmínky) tendence k vytěsnění minoritního akcionáře v každém případě, tím tedy nevzniká realita zakládající potřebu pro zvláštní ošetření možnosti sell-out v právu Delaware a proto chybí.

⁸ Více na http://www.jonesday.com/pubs/pubs_detail.aspx?pubID=S2875

5 Německá úprava

5.1 Úvod

Možnost vytěsnění minoritního akcionáře je v právu SRN ukotvena v Zákoně o akciových společnostech – German Stock Corporation Act (Aktiengesetz, dále jen AktG) pod paragrafem 327 ods. a) až f), a to od 1. ledna 2002. Podle této úpravy může majoritní akcionář (právnícká i fyzická osoba) vytěsnit minoritní akcionáře, pokud drží alespoň 95 % akcií.

V porovnání s právem Delaware v SRN nebyl squeeze-out součástí práva týkajícího slučování společností. Takže možnost jeho vykonání nevyžadovala předcházející nabídkou na převzetí či sloučení. Tato možnost, jak se dočteme v následující kapitole, byla přidána 14. července 2006.

Squeeze-out se podle práva SRN chápe jako proces stažení volně obchodovatelných akcií z trhu (going private), přičemž je jedno zda-li je společnost kótovaná na burze. Provedením squeeze-out se společnost z trhu (popř. burzy) stahuje. Squeeze-out tedy představuje pro majoritního akcionáře, který vlastní alespoň 95 % akcií společnosti, jednu možnou cestu provedení procesu going private.

AktG definuje většinu (tedy majoritního akcionáře) podle procentuelního počtu akcií. To znamená, že se do celkového počtu zahrnují jak běžné, tak i preferované akcie. Majoritní akcionář je může vlastnit jak přímo, tak i prostřednictvím třetí spřízněné osoby (prostředníka), ale musí být ve vlastnictví, tak jak to definuje AktG⁹. Předmětem vytěsnění může být jakákoliv akciová společnost (Aktiengesellschaft), nebo komanditní akciová společnost (Kommanditgesellschaft auf Aktien).

⁹ AktG § 16 odst. 2. a 4.

5.2 Proces squeeze-out

Proces vytěsnění minoritního akcionáře je proveden na žádost (Verlangen) majoritního akcionáře, která je předložena představenstvu, přičemž odůvodnění není vyžadováno. To předkládá návrh na valné hromadě, která ho schvaluje-odmítá na základě prosté většiny.

Součástí návrhu je i pasáž o protiplnění, tedy výkupní ceně. AktG říká, že výkupní cena musí být adekvátní, tedy reflektovat tržní cenu akcie a hodnotu firmy platnou v den zasedání valné hromady a musí se stanovit na základě odborného ocenění firmy, přičemž současná tržní cena akcie se chápe jako výchozí (minimální) hodnota. Výjimka se vyžaduje v případě, že tržní cena akcie vysloveně neodráží hodnotu firmy, například z důvodu malého objemu obchodovatelnosti akcií dané společnosti. Zákon rovněž stanovuje podmínku, že stanovená cena nesmí být nižší než nejvyšší cena zaplacená za akcii majoritním akcionářem za poslední tři měsíce před oznámením o úmyslu vytěsnit minoritní akcionáře.

V moment, kdy se stanoví výše protiplnění za vytěsněné (vykupované) akcie, majoritní akcionář je povinen předložit doklad o tom, že disponuje požadovanou částkou, zpravidla formou bankovní doložky. Poté auditor, kterého vybírá majoritní akcionář a jmenuje soud, ověří spravedlivost nabízené ceny.

Nejpozději měsíc před zasedáním valné hromady musí představenstvo společnosti informovat akcionáře o konání valné hromady, které musí mimo obvyklých náležitostí (místo, čas, apod.) obsahovat i výši navrhovaného protiplnění a bankovní doložku potvrzující, že majoritní akcionář zmíněnou částkou disponuje. V tomto čase mají minoritní akcionáři výsadní právo pro přístup k informacím, obsahující zejména veškeré náležitosti týkající se squeeze-

out (osvědčení o splnění všech zákonných podmínek a spravedlivosti výše protiplnění) a detailní účetní uzávěrky (vč. auditu) za poslední tři roky.

V průběhu procesu vytěsnění minoritního akcionáře musí majoritní akcionář informovat veřejnost (zejména zbytek kapitálového trhu) o svém úmyslu vytěsnit a o výši protiplnění. Tato povinnost je vysloveně vyžadovaná zákonem z důvodu zamezení případného insider obchodování.

Pokud je transakce schválena prostou většinou na valné hromadě, může být zanesena do obchodního rejstříku, čímž nabývá platnosti. Pokud se tak stane, akcie v papírové podobě se transformují na nárok na protiplnění, oproti kterému je držiteli vyplacena schválená výkupní cena. Na konci se tak veškeré akcie soustředí v rukou majoritního akcionáře, čímž je squeeze-out vykonán.

5.3 Ochrana minoritního akcionáře

Ochrana minoritního akcionáře v oblasti squeeze-out se v zásadě omezuje na dvě možnosti. Minoritní akcionář se může obrátit na soud s žádostí o přezkoumání spravedlivosti ceny (Spruchstellenverfahren). Pokud tak učiní (může tak učinit v jakýkoliv okamžik od chvíle, kdy se výši protiplnění dozvěděl, až do uplynutí třech měsíců od data zanesení do obchodního rejstříku), nemá tím žádný vliv (vč. možného zdržení) na průběh vytěsnění. Pokud soud nárok zamítne jako neopodstatněný, nic se nezmění, pokud ho soud shledá jako oprávněný, dojde pouze k úpravě ceny bez ohledu na průběh vytěsnění.

Žalobci jsou povinni předložit konkrétní důvody a evidenci proč shledávají nabízenou cenu jako nespravedlivou. Pokud soud jejich nárok uzná, dojde k úpravě ceny pro všechny vytěšňované minoritní akcionáře.

Druhým nástrojem ochrany minoritních akcionářů je jejich právo na „vyhnutí se“ (Anfechtungsklage) procesu vytěsnění. V tomto případě jsou povinni soudu předložit důkazy ohledně zjevné „neefektivnosti“ a nespravedlivosti procesu v konkrétním případě. Pokud takový nárok před soudem vznesou, zdrží tím zápis squeeze-out do obchodního rejstříku. Soud pak může návrh zamítnout, či dát žalobcům za pravdu. V prvním případě dojde k neprodlenému zápisu do rejstříku, v druhém je proces vytěsnění zastaven.

5.4 Problém se stávající úpravou

Největší nedostatek současné úpravy spatřuji opět v postupu stanovení spravedlivé ceny výkupu. Metoda oceňování, která stanovuje tržní cenu akcie jako dolní hranici pro stanovení ceny výkupu v situaci, kdy majoritní akcionář, který se rozhodl provést squeeze-out a může samotné vytěsnění časovat podle své potřeby, jako nešťastné. Majoritní akcionář je tak motivován načasovat vytěsnění na dobu, kdy je pozorován pokles tržní ceny akcií, popřípadě se o takový pokles sám pokusit. Jako majoritní akcionář takovými nástroji disponuje. V tomto případě pak může stanovit cenu nižší, protože dolní hranice ceny výkupu daná tržní cenou akcie je rovněž nižší.

Analogickou možnost ovlivnit výslednou cenu má i v případě, že během posledních třech měsíců přistoupil k odkoupení části svých akcií z trhu. V tomto případě rovněž sám stanovil minimální hranici pro cenu protiplnění v procesu squeeze-out. Z toho plyne, že tržní cena akcie, popřípadě maximální cena odkupu akcie zaplacená během posledních třech měsíců, není vhodný základ pro stanovování spravedlivé ceny výkupu akcií, protože majoritní akcionář může disponovat nástroji jak tyto ceny manipulovat.

5.5 Nová úprava squeeze-out v právu SRN (2006)

Nová úprava squeeze-out (Übernahmerechtlicher squeeze-out) vešla v platnost v právu SRN 14. července 2006 a rozšiřuje možnost efektivnějšího vytěsnění minoritního akcionáře pro oblast fúzí a převzetí společností. Je součástí německého nařízení ohledně převzetí společnosti (Übernahmerrichtlinie - Umsetzungsgesetz)¹⁰ a uděluje společnosti při převzetí jiné možnost vytěsnit zbývající minoritní akcionáře cílové společnosti, pokud drží alespoň 95 % akcií s volebním právem této společnosti.

Společnost provádějící převzetí požádá o povolení regionální soud (Landgericht) maximálně do tří měsíců od chvíle, co převzetí nabude platnosti zápisem do obchodního rejstříku. Pokud soud žádost schválí, vydá pouze příkaz, podle kterého jsou akcie minoritních akcionářů automaticky převedeny na majoritního akcionáře. Během dvou týdnů od rozhodnutí mohou minoritní akcionáři požádat krajský soud (Oberlandesgericht) o přezkoumání rozhodnutí. Nemají žádnou další možnost obrany. Tato úprava má přednost v případech převzetí a fúzí před obecnou úpravou vytěsnění popsanou výše a byla uvedena v platnost za účelem urychlení procesu vytěsnění v případech převzetí a fúzí.

Zároveň zavádí novou revoluční změnu tím, že označuje výkupní (vytěšňovací) cenu za spravedlivou (a tudíž dále soudně nenapadnutelnou)¹¹, pokud prostřednictvím ceny ve stejné výši při převzetí společnosti vykoupil minimálně 90 % akcií cílové společnosti.

¹⁰ Více na <http://www.friedfrank.com/pubarts.htm>

¹¹ Proto také došlo (jak řečeno výše) k výraznému omezení možnosti minoritních akcionářů napadnout proces u soudu.

5.6 Shrnutí

Nová úprava výrazně zrychluje proces vytěsnění minoritního akcionáře v SRN v případě převzetí a fúzí společností. Jednak ubírá minoritnímu akcionáři možnost obrany tím, že ji omezuje pouze na žádost o přezkoumání v lhůtě dvou týdnů od schvalovacího rozhodnutí soudu. Zároveň ruší povinnost valné hromady schvalovat návrh představenstva na vytěsnění minoritních akcionářů poté, co byla společnost převzata jinou. Ale hlavně, efektivně odstraňuje zásadní nedostatek původní úpravy týkající se stanovení spravedlivé ceny tím, že označuje výkupní (vytěšňovací) cenu za spravedlivou (a tudíž dále soudně nenapadnutelnou), pokud prostřednictvím ceny ve stejné výši při převzetí společnosti majoritní akcionář vykoupil minimálně 90 % akcií cílové společnosti.

6 Úprava ve státě Delaware

6.1 Úvod

Jak uvidíme v následující kapitole, vytěsnění minoritního akcionáře má v právu státu Delaware poněkud odlišný rozměr než v ČR či v Evropě. Liší se především podmínkami vzniku, kdy v USA je většina vytěsnění založena na počátečním převzetí jedné společnosti druhou nebo na jejich fúzi, zatímco v ČR a potažmo celé EU spíše na vykonání práva going private, tedy vykoupení veřejně vlastněných akcií z trhu za účelem ovládnutí celé společnosti jediným vlastníkem (100 % držba akcií). Jak ale uvidíme, sdílí i americká praxe s evropskou celou řadu stejných problematických prvků, jako je stanovování spravedlivé ceny, průběhu a jiné, proto je zkoumání americké zkušenosti v této práci více než žádoucí.

Možnost vytěsnění minoritních akcionářů byla v právu státu Delaware uzákoněna již v 50. letech minulého století a následně v roce 1963 zabudováním do „Model Business Corporation Act“ (prvně vydán v roce 1931) získala federální působnost.

6.2 Squeeze-out v právu Delaware

„Model Business Corporation Act“ (dále jen MBCA) rozlišuje dva typy možného vytěsnění minoritního akcionáře, tzv. merger freeze-out¹², který se uplatňuje v případě sloučení dvou a více společností (nebo převzetí jedné společnosti druhou), kdy nabídka na vytěsnění směřuje k představenstvu cílové společnosti a tzv. tender offer freezeout (předpokládá nabídku vytěsnění přímo minoritním

¹² Pochází od slova merger, tedy splynutí či fúze

akcionářům), a obsahuje i možnost vytěsnění, které je obdobou squeeze-outu jak ho známe u nás (back-end short-form merger). Bude detailněji vysvětleno později.

V USA je nejčastěji používán právě merger freeze-out, což plyne z povahy americké ekonomiky, kde jsou převzetí, fúze či splynutí dvou a více společností častějším jevem než v ČR nebo EU. V merger freeze-out majoritní akcionář přejímající (převzetí) nebo silnější (fúze) společnosti ustanoví jednotnou equitu, pod kterou převede cílovou společnost.

Představenstvo cílové společnosti, v tento moment již zpravidla kontrolovaný přejímající společností, schválí fúzi (převzetí)¹³ a akcionáři cílové společnosti (rovněž pod možnou kontrolou) schválí transakci.¹⁴ Minoritní akcionáři obdrží jako kompenzaci za jejich akcie převzaté společnosti hotovost nebo akcie přejímající společnosti.¹⁵ Žádná procentuelní minimální hodnota držby akcií pro majoritního akcionáře tedy není ustanovena. Tato transakce je zakotvena v sekci 251 tzv. Delaware General Corporation Law (dále jen DGCL)¹⁶ a prostřednictvím MBCA (paragraf 11.02 (a)) i v zákonech ostatních států USA.

Tender offer freeze-out je uzákoněn v MBCA pod paragrafem 11.05 (a) a v DGCL v sekci 253. Bude rozebrán později.

Tato procedura v USA pochopitelně rovněž vyvolala diskuze nad legitimitou a spravedlivostí takového postupu z podobných důvodů jako v ČR. Vyvrcholila v 70. letech minulého století, kdy z důvodu růstu ekonomiky a zároveň úpadku kapitálového trhu na počátku 70. let se objem freeze-out oproti minulému

¹³ Schválí výkupní cenu, podmínky atd.

¹⁴ Schválí-odmítnou celou transakci stylem ano-ne

¹⁵ Je zajímavé, že podle Delaware majoritnímu akcionáři stačí v jistých případech pro vykonání merger freeze-out pouze prostá většina, tedy i více než jen 50% akcií cílové společnosti. V tento moment pokud kontroluje nejenom představenstvo, ale tedy i většinu akcionářů a tím hlasovacího práva, může minoritní akcionáře vytěsnit.

¹⁶ Vzdálená obdoba českého obchodního zákoníku

desetiletí zdvojnásobil. Nejvíce kritiky se týkalo nespravedlivého stanovování výkupní ceny (fire-sale price).

V návaznosti na kritiku soudy státu Delaware ustanovily během 80. a 90. let minulého století procedury pro ochranu minoritního akcionáře ve věci freeze-out. Jednalo se o následující tři precedenty:

Weinberger v. UOP (Del. 1983).

Kahn v. Lynch Communication System (Del. 1994).

Rosenblatt v. Getty Oil (Del. 1985).

6.2.1 Weinberger v. UOP (Del. 1983)

Nejdůležitějším z nich byl spor Weinberger v. UOP, o kterém Nejvyšší soud státu Delaware rozhodl v roce 1983. Společnost Signal při převzetí společnosti UOP vytěsnila minoritní akcionáře UOP díky tomu, že vlastnila 50,5 % akcií UOP. Signal zaplatil minoritním akcionářům UOP cenu 21\$ za akcii. Minoritní akcionáři UOP zažalovali Signal, protože se jim zaplacená cena nezdála spravedlivá.

Soud kritizoval zejména dvě věci. Analytici společnosti Signal vypracovali analýzu, která stanovila jako horní cenu, která je ještě pro Signal výhodná, na 24\$ za akcii. Tuto informaci však nepředložili ani představenstvu UOP, ani jejím minoritním akcionářům. Stejně tak tehdejší CEO UOP James Crawford se nepokusil vyjednávat v reakci na první nabídku ve výši 21\$ za akcii.

Soud v tomto sporu ustanovil několik nových procedurálních kroků pro vykonávání freeze-out. Zavedl a definoval nové pojmy „fair dealing“ (spravedlivé zacházení-průběh) a „fair price“ (spravedlivá cena). Fair dealing stanovil postup, kdy a jak může být freeze-out vykonán včetně popisu průběhu, způsobu vyjednávání a uzavření. Fair price stanovila nový postup stanovování toho, co lze považovat za spravedlivou cenu. Tedy jakési mantinely pro postup oceňování

akcií, které by soud v případě sporu považoval za spravedlivé a tím by tedy i tím stanovenou cenu uznal jako spravedlivou.

Dále soud konstatoval, že pokud by UOP ustanovil speciální nezávislou vyjednávací komisi (special committee of independent directors, dále jen SC), která by nejen prováděla, ale zároveň i dohlížela na průběh jednání, výsledek freeze-out (jeho, postup, vyjednaná cena) by lépe odpovídal požadavku spravedlivosti¹⁷. SC se tak rychle stala praxí při vykonávání freeze-out. Následující léta se vyznačovala diskuzí o efektivnosti SC a jejího vlivu na spravedlnost freeze-out, které vyvrcholily ve sporu Kahn v. Lynch Communication System (Del. 1994).

6.2.2 Kahn v. Lynch Communication System (Del. 1994)

Otázka směřovala k dilematu, do jaké míry by měli soudy při rozhodování ve věcech freeze-out brát ohled na rozhodnutí schválená SC. Diskuse se pohybovala mezi dvěma názorovými extrémy. Na jedné straně se věřilo, že majoritní akcionář provádějící freeze-out je dostatečně silný, aby si do dohody prosadil své zájmy bez ohledu na názor SC¹⁸, na druhé straně převažoval názor, že SC nikdy není zcela nestranná a objektivní a může i neschválit jinak skvěle vyváženou dohodu o vytěsnění minoritních akcionářů, čímž se stává nejen zbytečnou, ale i škodící¹⁹.

Průlom v této otázce nastal v případě Kahn v. Lynch Communication System, o kterém soud státu Delaware rozhodl v roce 1994. Společnost Alcatel vytěsnila minoritní akcionáře společnosti Lynch Communication System poté, co získala 47% akcií Lynch Communication System. Po vzoru Weinberger v. UOP (Del. 1983) společnost Lynch Communication System ustanovila SC, která

¹⁷ The result could have been completely different with an independent negotiating committee of outside directors to deal with the controller at arm's length. *arm's length* ... precedens Weinberg v. UOP, str. 709

¹⁸ Např. Případ *Rabkin v. Olin Corp.*

¹⁹ Např. Případ *Trans World Airlines, Inc.*

vyjednávala se spol. Alcatel a zároveň CEO spol. Lynch Communication System tentokrát vyjednával o ceně.

Alcatel nabídl 14\$ za akcii, Lynch odpověděl 17\$. SC společnosti Lynch poté odmítla popořadě několik nabídek Alcatelu z nichž poslední byla 15,5\$ za akcii. V reakci na to Alcatel pohrozil směrem k SC, že pokud nepřijme poslední nabídku může provést nepřátelské převzetí prostřednictvím přímé nabídky minoritním akcionářům, která bude nižší než navrhovaných 15,5\$ za akcii SC. SC poté přijala nabídku 15,5\$ za akcii.

Minoritní akcionáři zažalovali Alcatel pro nespravedlivý průběh (porušení fair dealing definovaným podle Weinberger v. UOP (Del. 1983)). Soud rozhodl ve prospěch spol. Alcatel, proto se minoritní akcionáři odvolali k nejvyššímu soudu státu Delaware. Ten rozhodnutí zrušil a vrátil zpět s vysvětlením, že SC spol. Lynch neměla možnost odmítnout cenu 15,5\$ za akcii pod hrozbou nepřátelského převzetí a přikázal spol. Alcatel prokázat spravedlivost průběhu freeze-out (fair dealing).

Nejvyšší soud státu Delaware ovšem ignoroval fakt, že hrozba spol. Alcatel ohledně nepřátelského převzetí nebyla ultimativní, protože by Alcatel stále potřeboval souhlas většiny minoritních akcionářů spol. Lynch, aby dosáhl potřebných 90 % akcií a mohl provést nedobrovolný freeze-out (short-form back-end merger), protože vlastnil pouze 47 % akcií spol. Lynch.

Co tedy vyplynulo z případu Kahn v. Lynch Communication System? Příklad konstatuje, že při existenci SC se pouze přenáší nutnost dokazovat u soudu spravedlivost průběhu freeze-out (fair dealing) na majoritního akcionáře, tedy tím nemůže být SC zcela nestranná a tedy je nadále nutno aby soudy zkoumali spravedlivost průběhu freeze-out (fair dealing).

6.2.3 Rosenblatt v. Getty Oil (Del. 1985).

Případ Rosenblatt v. Getty Oil (Del. 1985) ustanovil tzv. MOM condition²⁰, podmínku souhlasu většiny minoritních akcionářů. Je založena na myšlence, že majoritní akcionář nemůže nikdy zcela kontrolovat minoritní akcionáře, protože musí mít jejich souhlas pro schválení transakce (viz úvod).

V roce 1976 Getty Oil Company vlastnila cca 80 % akcií Skelly Oil a rozhodla se vytěsnit minoritní akcionáře. Protože freeze-out byl proveden před Weinberger v. UOP (Del. 1983) stalo se tak bez ustanovení SC. Ačkoliv to dohoda výslovně nezmiňovala, zahrnovala v sobě MOM podmínku, protože 89 % akcionářů Skelly s volebním právem, kteří představovali 58 % všech minoritních akcionářů, transakci schválilo.

Minoritní akcionáři se i přesto obrátili na soud ohledně přezkoumání spravedlivosti průběhu freeze-out (fair dealing). Soud a později i Nejvyšší soud státu Delaware jejich nárok zamítl s ohledem na to, že většina (více než 50 %) minoritních akcionářů transakci schválila. Tím stanovil MOM podmínku.

Shrnutím všech třech případů se uvedla v život metodika pro provádění freeze-out. Soudce Weinberger definoval procesní postup (vč. spravedlivé ceny a průběhu a institutu SC), Kahn uvalil nutnost soudního přezkoumání rozhodnutí SC a Rosenblatt ustanovil MOM podmínku. To sice společně upravilo některé aspekty diskutované spravedlivosti vytěsnění minoritních akcionářů, nicméně je nevyřešilo zcela.

V průběhu 90. let minulého století se začal objevovat nový způsob vytěsnění minoritních akcionářů, a to prostřednictvím v úvodu zmíněné tender offer freeze-out. V tomto případě přejímající společnost osloví přímo zbývající minoritní akcionáře cílové společnosti, ti ustanoví SC z nezávislých expertů. SC posoudí

²⁰ Majority of the Minority Shareholders – MoM - MOM

nabízené podmínky transakce včetně spravedlivé ceny a vydá doporučení pro minoritní akcionáře. Analogicky k praxi v ČR, pokud majoritní akcionář drží prostřednictvím akcií 90 % hlasovacích práv, může zbývajícím akcionářům vytěsnit i bez jejich souhlasu. V praxi proto zpravidla získá 90 % prostřednictvím tender offer freeze-out a zbytek vytěsněním bez nutnosti souhlasu minoritních akcionářů (back-end short-form merger) až do 100 % vlastnictví cílové společnosti.

6.2.4 Solomon v. Pathe Communications (Del. 1996)

V tomto případě (detaily vynecháme) proběhl freeze-out minoritních akcionářů Pathe Communications podle výše popsaného postupu (tender offer freeze-out do 90 % a back-end short-form merger do 100 %). Minoritní akcionáři se poté klasicky obrátili na soud pro přezkoumání spravedlivosti průběhu freeze-out (fair dealing). Nejvyšší soud státu Delaware pak potvrdil rozhodnutí soudu nižší instance v revolučním znění. Označil dohodu o freeze-out mezi minoritními akcionáři a majoritním akcionářem za jejich vlastní a dosaženou bilaterálně a dobrovolně, tudíž není nutné přezkoumání spravedlivosti průběhu freeze-out (fair dealing).

Problém ovšem vznikl tím, že tento přístup aplikoval pouze na tender offer freeze-out, nikoliv vysloveně na finální back-end short-form merger do 100 %, který je přípustný pokud majoritní akcionář drží více jak 90 % akcií cílové společnosti a nevyžaduje souhlas minoritních akcionářů.

6.2.5 In re Siliconix Inc. Shareholders Litigation (Del. 2001)

V tomto odvolacím řízení (detaily opět vynecháme) byl minoritními akcionáři vznesen nárok na výši a tedy spravedlivost výkupní ceny. Nejvyšší soud státu Delaware v tomto případě odmítl oprávněnost požadavku přezkoumání spravedlivosti výkupní ceny (fair price) z důvodu, že nedošlo k utajení zásadních

informací (Weinberger) mezi zúčastněnými stranami a že souhlas s nabídkou nebyl vynucený (Kahn), proto Vishay²¹ není povinen platit spravedlivou cenu.

6.2.6 Glassman v. Unocal Exploration

Poslední případ zodpověděl nezodpovězenou otázku z případu Solomon v. Pathe Communications (Del. 1996) ohledně oprávněnosti požadovat přezkoumání spravedlivosti průběhu finální back-end short-form merger do 100 %, který je přípustný pokud majoritní akcionář drží více jak 90 % akcií cílové společnosti a nevyžaduje souhlas minoritních akcionářů. Nejvyšší soud státu Delaware rozhodl, že oprávněnost neexistuje a vyňal tender-offer freeze-out z této možnosti. Tím ale vznikla velmi silná rozdílnost v přístupu k merger freeze-out a tender-offer freeze-out.

6.2.7 In re Pure Resources (Del. 2002)

Toho si přirozeně všiml i Nejvyšší soud státu Delaware a v případě Pure Resources (s odvoláním na Solomon precedens) rozhodl, že Pathe Communications byla vyňata z možnosti požadovat přezkoumání spravedlivosti průběhu freeze-out pouze proto, že nabídka nebyla „donucovací“ (coercive) (Kahn). Stanovil proto tři podmínky pro posuzování zda-li je nabídka nedonucovací:

- a) musí obsahovat MOM podmínku
- b) majoritní akcionář musí vyplatit stejnou cenu všem zájemcům-minoritním akcionářům, kteří přistoupí na tender offer merger, i pokud by již ovládl 90 % hlasovacích práv a mohl by zbylé akcionáře vytěsnit i prostřednictvím back-end short-form merger, tedy bez jejich souhlasu

²¹ Společnost provádějící převzetí

c) majoritní akcionář nesmí použít hrozbu „odvetných opatření“ při vyjednávání s SC

Nejvyšší soud státu Delaware potvrdil, že pokud tyto tři kritéria jsou splněna, nabídka není donucovací a není možné nárokovat přezkoumání spravedlivosti průběhu a ceny při tender offer freeze-out.

6.3 Shrnutí

Podle práva Delaware jsou tedy přípustné dvě možnosti vytěsnění minoritních akcionářů (merger freeze-out a tender offer freeze-out). Obě předpokládají informování představenstva cílové společnosti o vytěsnění, který reaguje ustanovením SC z řad nezávislých expertů. Při merger freeze-out má SC možnost vetovat transakci, při tender offer pouze vydává doporučení minoritním akcionářům, na což má deset dní. Merger offer freeze-out může být rovněž předmětem celkového (cena i průběh) přezkoumání, zatímco tender offer freeze-out je z této možnosti vyňat, pokud je nabídka nedonucovací. Nabídka je nedonucovací, pokud splňuje tři popsané podmínky.

6.4 Nedostatky současného právního přístupu

Po prostudování současné právní úpravy vytěsnění minoritních akcionářů v právu Delaware jsem dospěl k řadě podle mého názoru zásadních nedostatků, které se v této kapitole pokusím nastínit.

6.4.1 Tender offer freeze-out

SC nemá při tender offer freeze-out rozdíl od merger freeze-out silnou pozici, protože nemůže transakci odmítnout, ale pouze vydává doporučení minoritním akcionářům, proto je navrhovaná cena logicky nižší než v případě merger offer freeze-out. S tím se logicky pojí další problém. Protože majoritnímu akcionáři slabá SC umožňuje zaplatit nižší cenu, může majoritní akcionář přistoupit k vytěsnění minoritních akcionářů v době, kdy trh očekává pokles cen akcií, nebo může použít určité vlastní insider informace, nedostupné minoritním akcionářům, ohledně budoucího poklesu cen akcií, a načasovat freeze-out na dobu, kdy k poklesu cen akcií dojde, a tím ještě navíc prodejní cenu snížit. Minoritní akcionář podle současné úpravy nedisponuje žádnými prostředky jak se tomuto bránit.

Toto ovšem není možné při merger freeze-out, kdy v případě sporu na scénu vstupuje soud společně s procesem celkového přezkoumání spravedlivosti průběhu a ceny. Protože majoritní akcionář toto dopředu neví (neví, zda-li se minoritní akcionáři obrátí na soud), nemá motivaci platit (navrhovat) nižší cenu, protože bude v případě sporu zrušena a stanovena znovu.

Pokud majoritní akcionář vytěsní minoritní akcionáře prostřednictvím takto získané nižší ceny, nejenže sníží zisk pro vytěsněné akcionáře, ale zároveň se analogicky obohatí. Proti tomu ale stojí argument premium ceny. Aby majoritní akcionář při tender offer freeze-out zajistil, aby SC minoritním akcionářům doporučila akcie odprodat, musí zpravidla nabídnout minoritním akcionářům tzv. premium²² nad tržní cenu. Nepodařilo se mi najít žádná data empiricky vysvětlující zda-li v realitě zaplacené premium kompenzuje minoritní akcionáře za možnost majoritního akcionáře freeze-out časovat a nabízet nižší cenu (viz výše).

²² Navrhovaná cena musí být vyšší než tržní cena akcie, aby akcionáři byli motivováni akcie odprodat. Rozdíl mezi prodejní a tržní cenou se nazývá price premium.

6.4.2 Merger freeze-out

Díky Weinberg a Kahn případům má SC v případě merger freeze-out nejenom povinnost schvalovat transakci, ale tím i logicky možnost transakci neschválit, tedy vetovat. Statistiky uvádějí v roce 2005 použití práva veto ve 23 % případu. Pokud práva veto SC použije, prodlužuje se doba činnosti SC a tedy i práce pro nezávislé experty jmenované do SC. V případě veta se tak může čekat na další nabídku od majoritních akcionářů. Pokud SC nabídku schválí, SC se rozpouští a ukončuje svou činnost. Proto mají členové SC motivaci jednat ve vlastním zájmu spíše než v zájmu objektivitu a efektivitu, a to tím, že ve vlastním zájmu jednají proti zájmům majoritního akcionáře, protože případné veto pro ně může znamenat delší setrvání v SC.

Na druhé straně pokud ale SC ví, že se majoritní akcionář v případě nespokojenosti s možným rozhodnutím SC může rozhodnout i pro tender-offer freeze-out, je motivován přizpůsobit cenu ceně, která by byla navrhována při tender-offer freeze-out. Pokud bychom připustili tuto logiku, pak rozdíl v navrhovaných cenách v jednotlivých případech by měl tendence konvergovat k nule. Z toho plyne, že existují motivace ke stejné ceně v obou dvou případech.

6.4.3 Shrnutí

Největším problémem v rámci merger freeze-out se zdá být možnost SC odmítnout (vetovat) transakci, jehož hrozba se v rámci merger freeze-out nedá obejít. Zatímco v rámci tender-offer freeze-out se jako nejzávažnějším problémem zdá být výsledná stanovená cena, která díky slabé pozici SC má tendence být nižší než v případě merger freeze-out.

6.5 Možná řešení

Teoretickou cestou pro vyřešení problému postavení SC v merger freeze-out by mohla být automatická možnost majoritního akcionáře přejít kdykoliv k tender-offer freeze-out za podmínek, že majoritní akcionář ponese celé náklady s tímto rozhodnutím spojené (zatím v rozporu s případem Kahn). Tím může SC ztratit zájem uměle prodlužovat či z vlastního zájmu (viz výše) zamítat-vetovat možnou dohodu. Pokud by tak udělal nebo měl úmysl udělat, majoritní akcionář může kdykoliv na své náklady oslovit přímo minoritní akcionáře prostřednictvím tender-offer freeze-out.

Viděli jsme, že v případě tender-offer freeze-out (který je v případě splnění tří podmínek vyňat z možnosti celkového přezkoumání spravedlivosti) je navrhovaná cena zpravidla nižší než v případě merger freeze-out díky slabšímu postavení SC, která nemá právo veta. Zároveň víme, že pokud minoritní akcionář se i přesto obrátí na soud (ne pro cele posouzení spravedlivosti, ze které je vyňat, ale pouze pro přezkoumání průběhu) s účelem napadnout například výslednou cenu, leží prokazování spravedlivosti stanovené ceny na bránící se straně, tedy majoritním akcionáři (výsledek případu Siliconix Del. 2001). Ten má tím usnadněnou práci, protože jako navrhovatel napadené ceny může efektivněji a lépe argumentovat ve svůj prospěch, protože má zpravidla přístup k insider informacím, ke kterým minoritní akcionář přístup nemá. Proto má výhodu na své straně.

Domnívám se, že pokud by tíha dokazování ležela na žalobci (v rozporu s Siliconix), tedy na minoritních akcionářích, navrhovaná cena by měla tendence být větší, protože majoritní akcionář by si byl vědom toho, že možnost soudního zamítnutí jím navrhované ceny v případě napadení minoritními akcionáři je větší.

Domnívám se, že tyto navrhované prvky by zvýšily efektivnost a spravedlivost celého průběhu vytěsnění minoritního akcionáře v právu Delaware. Jak jsme viděli, zásadní problém leží v postavení SC, která je v jednom případě příliš slabá (tender offer freeze-out), a v druhém příliš silná (merger freeze-out – právo veta). Možnost majoritního akcionáře přejít kdykoliv k tender-offer freeze-out za podmíněk, že majoritní akcionář ponese celé náklady s tímto rozhodnutím spojené a v druhém případě přesun tíhy dokazování z obhájce na žalobci může tyto problémy do značné míry eliminovat.

7 Závěr – syntéza

7.1 Úvod

Možnost vytěsnění minoritního akcionáře je pro ekonomiku země nepochybně přínosná a její legislativní úprava tudíž žádoucí. Není tomu tak zcela v případě české úpravy, kde se zákonodárce dopustil řady pochybení a krátkozrakosti, které jinak přínosný institut vytěsnění minoritního akcionáře v ČR poškozují.

Samotná úprava přijatá v roce 2005 a její následná novelizaci obsahuje řadu chyb, které českou legislativní úpravu vytěsnění mimo jiné staví do rozporu s 2. a 13. směrnicí Komise EU. Proto také Evropská komise zahájila 20. května 2006 řízení ohledně porušení smlouvy o založení ES, které může mimo jiné vést k mnohamilionovým pokutám.

Pochybení je hned několik, předně ČR nedokázala legislativně ošetřit veškeré požadavky plynoucí z 13. směrnice včas. 13. směrnice, která nabyla účinnost dne 20. května, udala členským státům zajistit konformitu národních úprav do dvou let, tedy do 20. května 2006, což se v případě ČR stalo jen částečně, protože český zákonodárce (v tomto případě Ministerstvo spravedlnosti) určité části ve své legislativní úpravě zcela opomněl.

Návrh novely, který by hrozbu nesplnění legislativní konformity se směrnicí Komise zabránil, sice existoval (i když byl ve Sněmovně předložen k projednání nepochopitelně až 23. února, a to po mnoha úpravách) a prošel až do druhého čtení, k jeho projednání v ústavně právním výboru již ale nikdy nedošlo a schválen nebyl.

7.2 Chybějící sell-out

13. směrnice udává jako povinný protipól institutu vytěsnění minoritního akcionáře nutnost legislativní úpravy práva na odkoupení minoritních akcií na žádost minoritních akcionářů. Jedná se tedy o logické vyvážení práva majoritního akcionáře na vytěsnění minoritního akcionáře, a řídí se stejnými pravidly.

Právo na výkup tedy musí být ošetřeno formou zákona, ČR tak ale dodnes neučinila, na rozdíl od sousední SRN. V zákoně je ukotvena pouze jakási nabídka na odkoupení podle § 183h ObchZ, která ovšem směrnici Komise neodpovídá. Jednak předpokládá souhlas ČNB, omezuje možnost být vykoupen pouze na akcionáře kótované společnosti, a hlavně zákon ČNB ukládá udělit souhlas pouze v případě závažných skutečností (odstavec 1d), nepostačuje situace, kdy existuje majoritní akcionář, který má v držení danou procentuální část akcií.

Směrnice Komise považuje oba instituty (squeeze-out a sell-out) za vzájemně se vyvažující a propojené. Proto legislativní úprava pouze jednoho z nich poškozuje právní řád ČR a je jedním z hlavních důvodů vedeného řízení ohledně porušení smlouvy o založení ES.

7.3 Nedostatečná úprava stanovení spravedlivé ceny výkupu

§ 183c ods. 3. a 5. ObchZ stanovuje jako základ ocenění – stanovení spravedlivé ceny odkupu tržní cenu akcie spolu se znaleckým posudkem. Nedostatečně (pouze jako sekundární vodítko) do procesu vstupuje zohlednění tržních cen za posledních tři až šest měsíců a maximální cena, kterou majoritní akcionář zaplatí na volném trhu při výkupu akcií během stejného období. Rovněž nebere v úvahu

další možný přístup, a to stanovování spravedlivé ceny na základě tzv. premium ceny, tj. procentuální sazby, o kterou se tržní nebo spravedlivá cena zvýší.

V ČR tak ČNB stanovuje cenu, respektive posuzuje její spravedlivost, zejména podle výsledků znaleckého posudku. Znalecké posudky se ale v ČR přes všechna možná opatření výrazně liší, a to i v rádech desítek procent, tudíž o spravedlivosti nemůže být ani řeč. V SRN, stejně jako v právu Delaware, jsou metody stanovení spravedlivé ceny mnohem sofistikovanější, zejména německá úprava obsahuje veškeré nástroje popsané v předcházejícím odstavci, včetně jejich syntézy. ČNB se tak často uchyluje k nutnosti uložit přepracování posudku, což má vliv na průběh a délku procesu vytěsnění.

15. směrnice přitom vysloveně říká, že jako hlavní vodítko pro stanovení spravedlivé výše protiplnění mají členské státy považovat metodu premium ceny, tedy procentuální sazby nad spravedlivou či tržní cenu. Úmysl EU tak zřejmě směřoval k zohlednění možných ušlých zisků minoritního akcionáře spojených s držbou akcie v budoucnu, o které díky vytěsnění přišel (viz druhá kapitola), čímž de facto připustil pro členské státy možnost znaleckého posudku plně vypustit, či k ní přihlížet pouze v případech soudního napadení výše protiplnění minoritními akcionáři. Další nepochybná výhoda tohoto je finanční úspora, která tím majoritnímu akcionáři vzniká, protože posudek nezávislých expertů může být drahou záležitostí. Legislativní úprava vytěsnění minoritního akcionáře v ČR institut premium ceny nezná, a tím nevyhovuje směrnici EU již v druhé oblasti.

ČR se odchyluje od směrnice i tím, že prostřednictvím ČNB ukládá přepracování znaleckého posudku. Směrnice jasně požaduje kontrolní orgán, v případě ČR se jedná o ČNB, aby takovou kontrolu provedl sám, cenu popřípadě upravil a uměl doložit její spravedlivost. ČNB tímto způsobem nejedná.

Je pro mě nepochopitelné, proč zákonodárce ustanovil legislativní úpravu vytěsnění minoritního akcionáře v tak nekompaktní verzi se směrnicemi EU,

navíc v klíčové oblasti, kterou je výše spravedlivého protiplnění. Nepochopení je o to větší, že v době, kdy novela vešla v ČR v platnost (2005), již byl text 13. směrnice dávno znám (2004). Německá úprava je v těchto bodech se směrnici EU plně konformní. V případném sporu o odpovědnosti za škodu ČR tímto přístupem tratí v každém případě, i pokud bude navrhovatel (majoritní akcionář) muset zaplatit z rozhodnutí ČNB cenu větší než udává směrnice (premium cena), nebo nižší, v tomto případě kvůli možné žalobě vytěšňovaného minoritního akcionáře, který dostal menší cenu, než požadoval. Vina je vždy ČR.

V případě vytěsnění minoritního akcionáře, kterému předchází nabídka na převzetí společnosti, je situace konformity podobně špatná. EU nařizuje, aby výše protiplnění v tomto případě měla stejnou podobu jako protiplnění nabídnuté v nabídce na převzetí nebo bude ve formě hotovosti. členské státy mohou stanovit, že protiplnění v hotovosti musí být alespoň alternativně nabídnuto v každém případě. Po dobrovolné nabídce se protiplnění navržené v nabídce považuje za spravedlivé, pokud přijetím nabídky její předkladatel získal cenné papíry představující nejméně 90 % základního kapitálu spojeného s hlasovacími právy obsaženého v nabídce, tuto podobu úpravy známe z příkladu SRN.

Česká legislativní úprava tuto možnost nejprve zohledňovala, nicméně zákonem č. 377/2005 Sb byla změněna, čímž se paradoxně nařízení obsaženému ve směrnici EU vzdaluje a je to další důvod, proč EU vznesla řízení ohledně porušení smlouvy o založení ES.

7.3 Informační povinnost

EU vyžaduje, aby kótované akciové společnosti pravidelně ve svých výročních zprávách publikovaly mimo jiné údaje týkající se řízení a správy (corporate governance) a předkládaly tyto informace na valných hromadách k diskuzi. Směřuje tím k odstranění informační asymetrie. Logika požadavku je založena

na myšlenku, že společnosti (nejen domácí, ale zejména zahraniční), které mají v úmyslu učinit nabídku převzetí společnosti, tak mají jednodušší přístup k informacím, a to zejména těm, které by mohly mít potenciální dopad na hladký průběh převzetí. Důvody jsou jasné, zejména zahraniční společnosti, které nemusí být vždy perfektně obeznámeny se situací na cílovém trhu, tak mohou potenciálně být v nevýhodě.

Česká legislativní úprava tuto povinnost opět neukládá. Úprava sice byla součástí novelizace ze začátku roku 2006, ale tato novela nikdy nenabyla platnosti. Dokážu si lehce představit možné žaloby na ČR vznesené zahraničními společnostmi pro odepření přístupu k informacím, jehož umožnění ukládá směrnice EU. Výčet čl. 10 ods. 1 směrnice definuje celou řadu těchto informací, jejichž získání může být velmi problematické, když v ČR žádná zákonná norma jejich zveřejnění akciovým společností nenařizuje.

Mezi nejproblematictější z nich řadím zejména informace týkající se všech možných dohod, které v cílové společnosti existují, týkajících se možnosti omezit převoditelnost akcií a hlasovacích práv, která by následovala po nabídce na převzetí. Směrnice toto upravuje v čl. 10 ods. 1g. Odepření přístupu (respektive jeho možná obtížnost), může tak zcela zhatit úspěch nabídky na převzetí.

7.4 Shrnutí

Nekonformita se směrnicemi EU (v kontrastu s úpravou v SRN) dokazuje, do jakých možných problémů se ČR ze zcela nepochopitelných důvodů dostala tím, že včas nezajistila legislativní zasazení směrnic do českého práva. Navíc jsme viděli, že možné negativní důsledky v podobě žalob nehrozí jen strany EU, ale i jiných (zejména zahraničních) společností a v neposlední řadě i samotných minoritních akcionářů.

Situace je o to nepochopitelnější, že ČR měla na přijetí odpovídajících novel dostatečně dlouhou dobu, přičemž zákonodárci nemuseli ani vyvíjet přílišnou intelektuální kapacitu, ale z velké části prostě kopírovat. Směrnice definují poměrně jasně nutné úpravy, navíc v SRN existuje až na malé nedostatky optimální a se směrnicemi EU plně konformní úprava institutu vytěsnění minoritního akcionáře, rozšířená i na nabídky převzetí, jak směrnice nařizují.

Obecně si myslím, že český zákonodárce by se měl úpravou v SRN inspirovat v každém legislativním procesu. Německá právníkova kultura je k české nepoměrně sofistikovanější, rozpracovanější a vyváženější. ČR vzhledem ke své velikosti a situaci v legislativní sféře nikdy nebude schopna myšlenkově dovést jednotlivé úpravy tak daleko, jak je tomu schopen německý zákonodárce. Inspiraci by měl český zákonodárce hledat zejména v rozsáhlých a propracovaných komentářích k zákonům, které v ČR mnohdy vůbec chybí. Německá úprava je pro nás o to zajímavější, že historicky zohledňuje kulturní a společenská specifika regionu střední Evropy, čímž pracuje pro české legislativce.

8 Celkový závěr

Institut vytěsnění minoritního akcionáře (squeeze-out) je z ekonomického hlediska bezpochyby žádoucí a prospěšná záležitost. Efektivně odstraňuje možnost minoritních akcionářů, kteří již svým podílem nemají reálný vliv na ovlivňování (ekonomicky ani jinak) chodu společnosti, znepříjemňovat majoritnímu akcionáři život vznášením nesmyslných požadavků na valných hromadách a podobně. Zároveň umožňuje majoritnímu akcionáři efektivněji řídit společnost a je i elegantním způsobem procesu going private (stažení akcií z trhu).

I přes jeho ekonomickou prospěšnost ale existuje celá řada výtek. Nejzávažnější směřují na jeho možnou ústavní nekonformitu a rozpor s celou řadou mezinárodních smluv. Další pak na některé problematické aspekty samotného průběhu vytěsnění, jako je spravedlivá výše protiplnění za vytěsněné akcie a spravedlivý průběh. Otázka ústavnosti byla již ve většině zemí zodpovězena rozsudkem ústavních soudů, které byly vždy zamítavé, v ČR si na něj budeme muset ještě počkat.

EU prostřednictvím směrnic řeší nadnárodní úpravu procesu vytěsnění za účelem harmonizace mezi členskými státy, což je vzhledem k možné přeshraniční povaze procesu žádoucí, zejména v případě vytěsnění následujícího nabídkce převzetí společnosti.

Viděli jsme, jak se s procesem vytěsnění minoritního akcionáře vypořádávají směrnice EU, stejně jako SRN a právo Delaware, které k vytěsnění přistupuje vzhledem k rozdílnosti evropského a amerického trhu diametrálně odlišně, nicméně sdílí celou řadu podobných problematických aspektů, například výše spravedlivého protiplnění.

Česká úprava z uvedeného srovnání vychází naprosto tragicky. Nejenže ČR nebyla schopna zajistit transponovanost směrnice do českého práva včas, za což čelí řízení ze strany EU, které může mít fatální důsledky, ale i úpravou, kterou uzákonila a novelizovala, nadělala více škody než užitku. Institut vytěsnění minoritního akcionáře je ve své podstatě a při správné legislativní úpravě žádoucím a efektivním nástrojem zkvalitnění chodu akciových společností. Musí se k němu ale přistupovat komplexně. Český zákonodárce z nabízeného jinak vyváženého komplexu pouze vybral a uzákonil různé aspekty, čímž systém narušil a vytvořil celou řadu neefektivností a možných zdrojů pro soudní spory.

Motivace a chování českého zákonodárce při řešení legislativní úpravy vytěsnění minoritního akcionáře tak zůstává nepochopena. V případě procesu squeeze-out přitom není potřeba vymýšlet vymyšlené, stačí se pouze vrátit do Evropy, opisovat v Německu a objevit Ameriku.

9 Použitá literatura

- Bates, T., Lemmon, M., 2003. Breaking up is hard to do? An analysis of termination fee provisions and merger outcomes. *Journal of Financial Economics* 69, 469–504.
- Bezouška, P., Bednář, V., (ed.), Plzeň, 2005, Čech, P., K některým výkladovým problémům v poslední novele obchodního zákoníku, *Právní zpravodaj* č. 10/2005
- Čapek, Jan 2002. *Právní slovník evropské ochrany lidských práv*. Praha: Orac
- Čech, P., K (četným) problémům právní úpravy výkupu účastnických cenných papírů (squeeze out) in *Právní rozhledy* č. 18/2005
- Čech, P., K některým výkladovým problémům v poslední novele obchodního zákoníku, *Právní zpravodaj* č. 10/2005, s. 4.
- Čech, P.; Další zamyšlení nad úpravou nuceného výkupu akcií, In *Právní rozhledy*, číslo sešitu 7, ročník 2005, str. 9-11, Praha : C.H.Beck,
- ČEKIA: Síto pro minoritní akcionáře
- Clayton, R. - Tomlinson., H. 2000. *The Law of Human Rights*. Oxford: Oxford University Press.
- Dědič, Jan 2002. *Obchodní zákoník – komentář*. Díl III, § 176 – 220zb. Praha: Polygon.
- German takeover and 'squeeze-out' legislation with English translation freshfieldsbruckhausderinger.com 2003
- Gilson, R.J., Gordon, J.N., 2003. Controlling controlling shareholders. *University of Pennsylvania Law Review* 152, 785–843.
- Havel, B., Doležil, T., A zase ten squeeze out. Úvahy nad interpretací § 183 a násl. ObchZ in *Právní rozhledy* č. 17/2005

- Havel, Bohumil: „Squeeze-out. Protiústavní nebo legitimní nástroj změny vlastnické struktury akciové společnosti?“ in Právní rozhledy, č. 21, r. 2004, str. 773 – 778.
- Implementation of the EU Directive on Takeover Bids Guidance on changes to the rules on company Takeovers
- Logesová, J., Nová úprava „Squeeze outu“ 1999 – 2005,
- Mike Burkart, Fausto Panunzi (2003): Mandatory Bids, Squeeze-out, Sell-out and the Dynamics of the Tender Offer Process, SITE STAFF PAPER NO 03/01
- MINORITY SHAREHOLDERS FREEZEOUTS, august 2006, RCC Harvard
- MÜLLER, R.: Firmy usilují o vytěsnění minoritních akcionářů, iHNed
- Pokorná, Jarmila: „Squeeze-out: ochrana menšinových akcionářů nebo efektivita činnosti akciové společnosti?“ in Právní fórum, č. 6, r. 2004, str. 237 – 239.
- Přehled rozsudků Evropského soudu pro lidská práva, 2004, č. 1, str. 42.
- REGULATORY FRAMEWORK FOR COMPANY LAW IN EUROPE; Brusel
- REPORT OF THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS ON A MODERN REGULATORY FRAMEWORK FOR COMPANY LAW IN EUROPE; Brusel, 2002,
- Richter, T. Kuponová privatizace a její vlivy na správu a financování českých akciových společností. Praha : Karolinum, 2005.
- Sema plc (June 5, 2001): Q & A on the post compulsory acquisition or 'squeeze-out' process
- ŠKROP, M.: Právní analýza vyvlastňování akcionářů, HODINA.CZ
- Stanovisko KPCP 9/2005 ze dne 18. 8. 2005.
- Štenglová, I., Plíva, S., Tomsa, M. a kol. Obchodní zákoník. Komentář, 11. vydání. Praha : Beck, 2006.
- Štenglová, I., Plíva, S., Tomsa, M., Obchodní zákoník, Komentář, 10. vydání, C. H. Beck 2005;

- Thomas W. Batesa, Michael L. Lemmonb, James S. Linckc (2005): Shareholder wealth effects and bid negotiation in freeze-out deals: Are minority shareholders left out in the cold? *Journal of Financial Economics* 81 (2006) 681–708
- Wall Street Journal, 2002. Takeover targets force up offers in “minority squeeze-out deals.” by Robin Sidel May 10, C3.
- Yakov Amihud Marcel Kahan Rangarajan K. Sundaram (2004): The Foundations of Freezeout Laws in Takeovers
- ZIMA, P. ; Squeeze out a Spruchverfahren, In *Právní rozhledy*, číslo sešitu 1, ročník 2005, str. 27-30, Praha : C.H.Beck
- Zima, Petr: „Převod jmění u nás a ve světě“ in *Právní rozhledy*, č. 12, r. 2003, str. 599 – 604.
- Zima, Petr: „Squeeze-out a Spruchverfahren“ in *Právní rozhledy*, č. 1, r. 2005, str. 27 – 30.
- Zohar Goshen (2003): The Value of the Freezeout Option, The Faculty of Law, The Hebrew University of Jerusalem and Columbia Law School
- Zöllner, W. (vyd.) *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*. Svazek 2. 2.

- www.cnb.cz
- www.patria.cz
- www.pse.cz
- www.sec.cz
- www.scp.cz