

**VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMICKÁ V PRAZE**  
**FAKULTA MEZINÁRODNÍCH VZTAHŮ**



# **DIPLOMOVÁ PRÁCE**

**2007**

**Mgr. Petr Prchal**

**VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMICKÁ V PRAZE**  
**FAKULTA MEZINÁRODNÍCH VZTAHŮ**  
**HLAVNÍ SPECIALIZACE: KOMERČNÍ PRÁVO**

**PRÁVNÍ ÚPRAVA VÝKUPU ÚČASTNICKÝCH  
CENNÝCH PAPÍRŮ S PŘIHLÉDNUTÍM  
K OCHRANĚ PRÁV MINORITNÍCH AKCIONÁŘŮ**

**Diplomant: Mgr. Petr Prchal**  
**Vedoucí diplomové práce: JUDr. Radim Kříž**

## **PROHLÁŠENÍ**

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci vypracoval samostatně a všechny citace a parafráze řádně vyznačil v textu. Veškerou použitou literaturu a podkladové materiály uvádím v příloženém seznamu literatury.

V Praze dne 30. listopadu 2007

.....  
**Mgr. Petr Prchal**

## OBSAH:

SEZNAM CITOVANÝCH PRÁVNÍCH PŘEDPISŮ .....	3
1. ÚVOD .....	4
1.1. Téma diplomové práce a důvod jeho výběru .....	4
1.2. Cíl diplomové práce .....	6
1.3. Metody diplomové práce .....	7
2. HLAVNÍ ČÁST .....	8
2.1. Akciová společnost – exkurs .....	8
2.1.1. Pojem .....	8
2.1.2. Právní úprava akciové společnosti v ČR .....	9
2.1.3. Orgány akciové společnosti .....	10
2.1.3.1. Valná hromada .....	11
2.1.3.2. Představenstvo .....	12
2.1.3.3. Dozorčí rada .....	12
2.1.4. Akcionář a jeho postavení ve společnosti .....	13
2.1.5. Základní akcionářská práva .....	14
2.2. Právo výkupu účastnických cenných papírů (squeeze – out) .....	15
2.2.1. Pojem .....	15
2.2.2. Důvody přijetí právní úpravy .....	16
2.2.3. Komunitární aspekty práva výkupu .....	19
2.2.4. Proces výkupu účastnických cenných papírů .....	20
2.2.5. Vymezení pojmu účastnické cenné papíry .....	23
2.2.6. Hlavní akcionář .....	27
2.2.7. Povinnosti hlavního akcionáře .....	30
2.2.8. Znalecký posudek o výši protiplnění .....	32
2.2.9. Odpovědnost znalce .....	35
2.2.10. Rozhodování valné hromady o přechodu účastnických cenných papírů .....	38
2.3. Veřejnoprávní kontrola výkupu prostřednictvím ČNB .....	39
2.3.1.1. Správní řízení před ČNB .....	40
2.3.1.2. Přezkoumání znaleckého posudku ve správním řízení .....	42
2.3.1.3. Účastenství ve správním řízení před ČNB .....	44
2.3.1.4. Kontrola prostředky správního soudnictví .....	46
2.4. Soukromoprávní nástroje ochrany práv menšinových akcionářů .....	47
2.4.1. Vlastnická a majetková práva a jejich ochrana .....	47
2.4.2. Povaha práva k cenným papírům .....	48
2.4.3. Konstitucionální aspekty vlastnického práva .....	49
2.4.4. Soudní ochrana „vytlačení“ akcionářů .....	50
2.4.5. Squeeze-out a zákaz zneužití většiny hlasů ve společnosti .....	52
2.4.6. Rozhodčí řízení .....	55

2.5.	Další způsoby „vytlačení“ minoritních akcionářů.....	58
2.6.	Squeeze-out v některých zemích Evropské unie.....	59
2.7.	Záruky ochrany vlastnických práv nadnárodními orgány (Evropský soud pro lidská práva).....	60
2.8.	Doporučení legislativních změn ke zvýšení ochrany práv minoritních akcionářů.....	61
3.	SHRNUTÍ A ZÁVĚR.....	64

## Seznam citovaných právních předpisů

- [1] ústavní zákon č. 1/1993 Sb., Ústava České republiky, ve znění pozdějších ústavních předpisů (v textu jen „**Ústava**“)
- [2] usnesení předsednictva ČNR č. 2/1993 Sb., o vyhlášení Listiny základních práv a svobod jako součásti ústavního pořádku ČR (v textu jen „**LZPS**“)
- [3] Směrnice Evropského parlamentu a Rady č. 2004/25/ES ze dne 21. dubna 2004, o nabídkách převzetí (v textu též „**Směrnice**“)
- [4] zákon č. 182/1993 Sb., o Ústavním soudu, ve znění pozdějších předpisů (v textu jen „**ZoÚS**“)
- [5] zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů (v textu též „**ObchZ**“ nebo „**obchodní zákoník**“)
- [6] zákon č. 40/1964 Sb., občanský zákoník, ve znění pozdějších předpisů (v textu též „**ObčZ**“ nebo „**občanský zákoník**“)
- [7] zákon č. 500/2004 Sb., správní řád, ve znění zákona č. 413/2005 Sb. (v textu jen „**SprŘ**“ nebo „**správní řád**“)
- [8] zákon č. 36/1967 Sb., o znalcích a tlumočnících, ve znění pozdějších předpisů (v textu jen „**ZoZT**“)
- [9] zákon č. 99/1963 Sb., občanský soudní řád, ve znění pozdějších předpisů (v textu jen „**OSŘ**“)
- [10] zákon č. 150/2002 Sb., soudní řád správní, ve znění pozdějších předpisů (v textu jen „**SŘS**“)
- [11] zákon č. 216/1994 Sb., o rozhodčím řízení a výkonu rozhodčích nálezů ve znění zákona č. 245/2006 Sb. (v textu též „**zákon o rozhodčím řízení**“)
- [12] zákon č. 140/1961 Sb., trestní zákon, ve znění pozdějších předpisů (v textu jen „**trestní zákon**“)
- [13] zákon č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu, ve znění pozdějších předpisů (v textu jen „**ZoDKT**“)
- [14] zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů (v textu jen „**ZPKT**“)

*Každá fyzická nebo právnická osoba má právo pokojně užívat svůj majetek. Nikdo nemůže být zbaven svého majetku s výjimkou veřejného zájmu a za podmínek, které stanoví zákon a obecné zásady mezinárodního práva.<sup>1</sup>*

## **1. ÚVOD**

### **1.1. TÉMA DIPLOMOVÉ PRÁCE A DŮVOD JEHO VÝBĚRU**

Od roku 2005 je součástí právního řádu ČR institut výkupu účastnických cenných papírů.<sup>2</sup> Příslušná normativní úprava je rozsahem poměrně skromná,<sup>3</sup> o to větší zájem však budí u odborné i laické veřejnosti. Zájem tento institut přitahuje především tím, že se jedná o institut „vyvlastňovací“, kterým zákonodárce přiznal soukromému subjektu (za výrazné ingerence orgánů veřejné moci) oprávnění odejmout jiným osobám vlastnické právo bez jejich souhlasu.

Podstata tohoto institutu spočívá tedy v možnosti zbavit menšinové akcionáře za určitých zákonných podmínek vlastnického práva k jejich akciím.<sup>4</sup> Tyto akcie přejdou následně v důsledku rozhodnutí valné hromady do vlastnictví majoritního (hlavního) akcionáře,<sup>5</sup> který je na druhou stranu povinen poskytnout „vytlačným“ akcionářům peněžité protiplnění.

Právem přiznaná možnost „vytlačit“ menšinové akcionáře z akciové společnosti je bezesporu výrazným zásahem do vlastnických práv menšinových akcionářů.

Navzdory zásadním důsledkům, které právní úprava výkupu přináší ve vztahu k vlastnickým právům rozsáhlé skupiny osob, vzbudilo legislativně technické

---

<sup>1</sup> Čl. 1 Dodatkového protokolu k Úmluvě o ochraně lidských práv a základních svobod.

<sup>2</sup> V zahraniční odborné literatuře se používá též pojem *squeeze-out* nebo *freeze-out*; v tuzemské pojmu *vytlačení* nebo *vytěsnění* či ve zkratce pouze *výkup*. Většina těchto pojmů je ze stylistických důvodů použita i v tomto textu.

<sup>3</sup> Samotná právní úprava zahrnuje pouze šest paragrafů normativního textu (1.262 slov).

<sup>4</sup> Přesněji řečeno se nejedná pouze o akcie, ale o tzv. účastnické cenné papíry, které vyjma akcií zahrnují i další cenné papíry. Pro objasnění institutu výkupu je však postačující ilustrovat jeho podstatu na nejfrekventovanějším typu cenného papíru, jímž jsou právě akcie. Pro úplnost je však dále v textu pojednáno i o pojmu účastnický cenný papír.

<sup>5</sup> Hlavní akcionář je označení akcionáře, který je oprávněn vytlačit menšinové akcionáře. Pojem je podrobně vysvětlen v dalším textu.

provedení věcného záměru závažné pochybnosti o dodržení ústavně-právních kautel zaměřených na ochranu vlastnického práva.<sup>6</sup>

Vlastnické právo je právem s nejvyšší možnou mírou ochrany.<sup>7</sup> Důvodem k této zvýšené ochraně je především historické potvrzení faktu, že důkladná ochrana vlastnického práva je jedním z nejdůležitějších předpokladů rozvoje tržně orientovaných společenských vztahů. Ochrana vlastnického práva má rovněž zcela zásadní význam pro ekonomický rozvoj jednotlivých členů každé společnosti.

Povinností každého státu, který má ambice vydávat se za stát právní,<sup>8</sup> by proto měla být důsledná ochrana vlastnických práv, tj. i vlastnických práv menšinových akcionářů, před vyvlastněním. K případnému vyvlastnění by státní moc měla přistoupit (nebo ho umožnit) jen tehdy, pokud je na vyvlastnění zřetelný a prokazatelný veřejný zájem, který zcela zjevně převažuje nad vlastnickými právy jednotlivce.<sup>9</sup>

Jako legitimní důvod pro odejmutí vlastnického práva je zmiňován tzv. veřejný zájem.<sup>10</sup> I za předpokladu, že přistoupím na jeho existenci, je nezbytným požadavkem pro zachování principů právního státu zavedení určitých pravidel pro vyvlastnění. Tato pravidla by měla především bránit svévolnému odnímání majetku vyvlastňovatelem. Součástí těchto pravidel by nutně měla být i podmínka, že za vyvlastněný majetek musí být vždy poskytnuta spravedlivá kompenzace.

Ve srovnání s výše uvedenými předpoklady vykazuje z mého pohledu recentní legislativní úprava výkupu účastnických cenných papírů určité deficity. Tyto deficity pak vedou k úvahám o neústavnosti celého institutu.

Formálně je otázka ústavněprávní konformity práva výkupu stále otevřena, neboť výsledky testu ústavněprávní konformity nejsou doposud

---

<sup>6</sup> Srov. např. *Eliáš K., Dvořák T. a kol.: Obchodní zákoník – Praktické poznámkové vydání s výběrem judikatury od r. 1900.* LINDE Praha, a. s., 2006, str. 403.: „*Ústavnost (a legitimita) institutů obsažených v § 183i a násl. a § 220p je stále považována za spornou...*“.

<sup>7</sup> Srov. čl. 11 LZPS.

<sup>8</sup> Jak tyto ambice ústavodárce poněkud neskromně vyjádřil v čl. 1 odst. 1 Ústavy.

<sup>9</sup> Srov. čl. 11 odst. 4 LZPS a § 128 odst. 2 ObčZ.

<sup>10</sup> Osobně se domnívám, že se jedná o pojem značně nejasný, který je ve své podstatě klamný. Veřejným zájmem je totiž obvykle zájem konkrétní vlivové skupiny (či dokonce pouze jednotlivce), která disponuje mocí prohlásit vlastní skupinové zájmy za zájmy veřejné.



známy.<sup>11</sup> Stejně tak odborná veřejnost netrpělivě očekává i vývoj rozhodovací praxe vyšších soudů ve věcech souvisejících s výkupem účastnických cenných papírů. Absence relevantní judikatury pak zapřičiňuje i určitou stručnost odborné literatury k dané problematice.

Shora uvedený nástin problematických otázek spojených s legislativním provedením výkupu mě přivedl k myšlence, abych se tomuto tématu věnoval v diplomové práci. Využil jsem proto příležitosti zaměřit se podrobněji na spornou povahu výkupu.

Při volbě tématu hrála jistou roli i skutečnost, že k dané problematice stále existuje jen omezené množství odborné literatury a judikatury. Tato skutečnost dovoluje uchopit téma poměrně svobodně, aniž by byl autor limitován (či inspirován) doposud publikovanými názory.

## **1.2. CÍL DIPLOMOVÉ PRÁCE**

Cílem předkládané diplomové práce je zhodnotit, jakým způsobem jsou v českém právním řádu chráněna práva menšinových akcionářů v procesu výkupu účastnických cenných papírů.

Dosažení tohoto cíle předpokládá analýzu příslušné normativní úpravy, která vychází z výkladu souvisejících právních institutů a pojmů. V rámci této analýzy jsem akcentoval především ta ustanovení relevantních právních předpisů, která jsou významná z pohledu ochrany práv menšinových akcionářů.

Těžiště práce spočívá v prověřování pravidel, jimiž zákonodárce mínil ochránit práva osob, jejichž majetek je vyvlastňován. V této souvislosti jsem se zaměřil i na zodpovězení otázky, zda současná právní úprava skutečně zajišťuje efektivní a reálnou ochranu práv menšinových akcionářů. Analyzoval jsem proto veřejnoprávní i soukromoprávní procesy, jejichž deklarovaným účelem je ochrana práv menšinových akcionářů v procesu výkupu účastnických cenných papírů.

---

<sup>11</sup> Ústavní soud ČR se ústavností squeeze-out(u) zaobírá na návrh soudkyně Městského soudu v Praze, JUDr. Zuzany Ciprýnové. Věc je vedena pod sp. zn. Pl ÚS 43/05 a k datu sepsání této diplomové práce nebyla doposud rozhodnuta. Prozatím vydal Ústavní soud ČR dne 20. března 2007 v této věci usnesení, kterým řízení přerušil do doby rozhodnutí Pl. ÚS 56/05.

Těžiště veřejnoprávní ochrany menšinových akcionářů spočívá v obligatorně vedeném správním řízení. V tomto řízení Česká národní banka (dále jen „ČNB“) mimo jiné zkoumá i výši protiplnění, které by měl menšinový akcionář obdržet za vyvlastňované cenné papíry. Věnoval jsem se tedy průběhu tohoto správní řízení, abych zjistil, zda skutečně materiálně zajišťuje veřejnoprávní ochranu práv menšinových akcionářů.

Soukromoprávní ochrana vychází z principu, že každá osoba, jejíž práva byla porušena, má právo domáhat se ochrany těchto práv před nezávislým soudem. Zaměřil jsem se proto i na prozkoumání podmínek, za nichž se může menšinový akcionář dovolávat ochrany svých práv. Zejména jsem pak zjišťoval, zda deklarovaná soudní ochrana je způsobilá reálně poskytnout ochranu menšinovým akcionářům a zajistit, aby se jim dostalo spravedlivé náhrady za vyvlastněné cenné papíry.

Na základě provedených analýz jsem závěrem zformuloval nedostatky zkoumaného institutu a navrhl řešení k nápravě těchto nedostatků. Nakolik jsem při dosažení vytčeného cíle byl úspěšný, ponechám na čtenáři této diplomové práce.

### **1.3. METODY DIPLOMOVÉ PRÁCE**

Diplomová práce je z oboru práva. Jak je obecně známo, je právo disciplínou spíše společensko-vědní a argumentativní, než vědou axiomatickou a exaktní. Tato zvláštní povaha právní vědy *de facto* vylučuje použití tradičních vědeckých metod (např. řízený experiment).

Základní metodou této diplomové práce je proto standardní interpretace relevantních právních norem, a to za použití právně-hermeneutických pravidel. Interpretované právní normy jsou dále podle potřeby podrobeny juxtaпозиčnímu testu, jehož účelem je odhalení rozporů mezi jednotlivými normami.

V případě odhalení právních konfliktů nastupuje metoda heuristická, jejímž základním determinantem je hledání takového řešení, které je konstitucionálně konformní. Získané poznatky jsou konečně shrnuty v závěry a na ně navazující doporučení.

## 2. HLAVNÍ ČÁST

### 2.1. AKCIOVÁ SPOLEČNOST – EXKURS

Diplomové práce je zaměřena na rozbor institutu, jehož využití je možné pouze v rámci akciové společnosti. Akciová společnost, její struktura, orgány a vzájemné vnitřní vztahy jsou proto významnými prvky institutu výkupu účastnických cenných papírů.

Pro účely dalšího výkladu je tudíž nezbytné (alespoň v minimální míře) přiblížit i právní rámec struktury, v níž je institut výkupu aplikován.

Podrobný rozbor komplexní úpravy akciové společnosti a jejích orgánů však není s ohledem na obvyklý rozsah diplomové práce možný. Případné zájemce o hlubší seznámení s problematikou akciové společnosti zde odkazují na literaturu uvedenou v závěru diplomové práce.

#### 2.1.1. *Pojem*

Pokusy o vytváření organizovaných sdružení, které lze do určité míry označit za předchůdce moderních akciových společností, je možné vystopovat již ve starém Římě v podobě struktur označovaných jako *societates vecligalium publicorum*.<sup>12</sup>

Modernímu pojetí akciové společnosti se však blížily teprve ty společnosti, které počaly vznikat začátkem 17. století. Hlavním důvodem vzniku těchto společností byla potřeba financovat nákladné projekty (např. výstavbu železnic), jejichž financování obvykle přesahovalo kapitálové možnosti jednotlivce.

V kontextu současného českého právního řádu je akciová společnost právnickou osobou soukromého práva. Ke vzniku této společnosti dochází zápisem do obchodního rejstříku (§ 62 odst. 1 ObchZ), stejně tak i k jejímu zániku dochází výmazem z obchodního rejstříku.

Podle tradičního rozdělení obchodních společností na společnosti osobní a společnosti kapitálové je akciová společnost kapitálovou společností.

---

<sup>12</sup> Srov. Černá S.: Obchodní právo. Akciová společnost. 3. díl, Praha, ASPI, 2006, str. 27.

Trvání akciové společnosti není proto vázáno na osoby společníků (a jejich účast ve společnosti), jak je tomu v případě společností osobních.

Základní charakteristikou akciové společnosti je její firma (dříve obchodní jméno), sídlo a výše základního kapitálu. S pojmem základní kapitál je nerozlučně spjat i pojem akcie. Jedná se o cenný papír, který vyjadřuje výši podílu na základním kapitálu akciové společnosti.

S akcií jsou spojena práva vlastníka tohoto papíru – akcionáře. Právě otázky spojené s vyvlastněním akcií (coby nejfrekventovanějšího typu tzv. účastnického cenného papíru – viz dále) jsou předmětem této diplomové práce.

### **2.1.2. Právní úprava akciové společnosti v ČR**

Akciová společnost byla jediným typem „tržní“ obchodní společnosti, která v právním řádu ČR<sup>13</sup> přežívala i v období záměrné destrukce tržních vztahů (tj. v letech 1948 – 1989).

Do roku 1949 platila na území České republiky stran akciových společností úprava převzatá z rakouského obchodního zákoníku.<sup>14</sup> V roce 1949 byl přijat zákon č. 243/1949 Sb., o akciových společnostech, který sice výrazně zpřísnil podmínky pro činnost akciových společností, *de iure* však jejich existenci nezakázal.

Za podmínky získání státního souhlasu bylo dokonce možno akciovou společnost založit i v tomto období „tržního temna“.<sup>15</sup> Takových „socialistických“ akciových společností však bylo založeno pouze několik desítek (cca 30), a to zejména v oblasti zahraničního obchodu.<sup>16</sup>

Zákon č. 243/1949 Sb. přetrval s několika nepatrnými změnami až do roku 1990, kdy byl nahrazen zákonem č. 104/1990 Sb. I tento zákon byl však v krátké době zrušen, a to v roce 1991 zákonem č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník. Tento předpis platí (byť s řadou novel) doposud.

---

<sup>13</sup> V rámci tohoto výkladu je nutno pojem ČR vnímat z hlediska geografického a nikoliv státoprávního.

<sup>14</sup> Zákon č. 1/1863 ř. z. obecný zákoník obchodní.

<sup>15</sup> Srov. § 3 písm. a) zákona č. 243/1949 Sb., o akciových společnostech.

<sup>16</sup> Srov. Černá S.: Obchodní právo. Akciová společnost. 3. díl, Praha, ASPI, 2006, str. 29.

Komplexní úpravu akciové společnosti tedy obsahuje s účinností od 1. ledna 1992 obchodní zákoník s tím, že v případě akciových společností se zvláštním předmětem podnikání (např. banky) upravuje příslušný právní předpis některé věci odlišně (např. výši základního kapitálu). Nejedná se však o odchylky, které by ve vazbě na téma diplomové práce zasluhovaly zvláštní pozornost, a v dalším textu k nim proto není přihlíženo.

### **2.1.3. *Orgány akciové společnosti***

Právnícká osoba je ze své podstaty fikcí, jíž se určitému společenství osob nebo majetku přiznává právní samostatnost a způsobilost k právům. Díky této fikci je možné uvádět v právní život subjekty odlišné od osob fyzických. S ohledem na přirozené odlišnosti mezi fyzickými a právníckými osobami je však nezbytné v případě právnícké osoby definovat i určitou strukturu jejích vnitřních orgánů.

Tento požadavek rezultuje především z potřeby konstituovat u právnícké osoby takový vnitřní orgán, jímž projevuje navenek vlastní vůli. Pro účely vnitřní kontroly rozhodovacích a exekutivních procesů v akciové společnosti jsou dále obvykle zřizovány i tzv. dozorčí orgány.

Obchodní zákoník upravuje tři orgány akciové společnosti, a to valnou hromadu, představenstvo a dozorčí radu. Jedná se o obligatorně zřizované orgány, které musí akciová společnost zřídit vždy.

Toto pojetí orgánů odpovídá tzv. modifikovanému dualistickému modelu.<sup>17</sup> Alternativou k tomuto modelu je tzv. monistický model, pro který je příznačné spojení řídicí a kontrolní funkce v jednom orgánu (tzv. Board of directors).<sup>18</sup>

Z ustanovení § 173 odst. 1 písm. g) ObchZ dále plyne, že akciová společnost může zřídit i jiné (další) orgány, ovšem pouze tehdy, určují-li tak stanovy samotné akciové společnosti.

---

<sup>17</sup> Jeho podstatou je, že kontrolní působnost ve společnosti má dozorčí rada a řízení společnosti je ponecháno na představenstvu.

<sup>18</sup> Srov. Černá S.: Obchodní právo. Akciová společnost. 3. díl, Praha, ASPI, 2006, str. 218-219.

Z pohledu ochrany práv minoritních akcionářů v procesu výkupu účastnických cenných papírů je nutné zdůraznit, že orgánům akciové společnosti jsou v procesu „vytlačení“ svěřeny i některé důležité povinnosti.

Z těch nevýznamnějších lze uvést, že valná hromada přijímá usnesení o přechodu účastnických cenných papírů na hlavního akcionáře, představenstvo svolává tuto valnou hromadu a vyjadřuje se k tomu, zda považuje výši protiplnění za spravedlivou, a konečně členové dozorčí rady mohou napadnout žalobou na neplatnost to usnesení valné hromady, kterým bylo rozhodnuto o „vytlačení“ menšinových akcionářů.

### **2.1.3.1. Valná hromada**

Valná hromada je nejvyšší orgán akciové společnosti. Ve své podstatě se jedná o shromáždění akcionářů,<sup>19</sup> které rozhoduje o základních otázkách společnosti. Věcný výčet záležitostí, o nichž rozhoduje valná hromada, vymezuje podrobně obchodní zákoník.<sup>20</sup>

Valnou hromadou není každé shromáždění akcionářů, ale pouze takové shromáždění, které splňuje kvalitativní zákonné požadavky. Jinými slovy řečeno, každé časově a místně koncentrované shromáždění akcionářů nemusí být nutně valnou hromadu. O konání valné hromady v právním smyslu lze hovořit pouze tehdy, pokud k tomuto setkání akcionářů došlo při splnění zákonem předvídaných podmínek (především za podmínky jejího řádného svolání a ověřené usnášeníschopnosti).

Ve vztahu k předmětu diplomové práce je valná hromada významná tím, že její souhlasné rozhodnutí je podmínkou k realizaci práva výkupu účastnických cenných papírů. V této souvislosti bude níže pojednáno i o podmínkách pro přijetí takového usnesení a možnosti soudního přezkumu přijatého usnesení.

---

<sup>19</sup> Přesněji řečeno se jedná o shromáždění osob oprávněných hlasovat na valné hromadě. Nemusí se přitom jednat vždy o osoby vlastníci akcie, jak je tomu např. v situaci, kdy společnost doposud akcie nevydala.

<sup>20</sup> Srov. § 187 odst. 1 ObchZ. Stanovami lze okruh záležitostí, o nichž rozhoduje valná hromada akciové společnosti, rozšířit nikoliv však zúžit.

### 2.1.3.2. *Představenstvo*

V souladu s ustanovením § 191 odst. 1 ObchZ je představenstvo statutárním orgánem společnosti. Jedná se o kolektivní orgán,<sup>21</sup> který musí být složen minimálně ze tří členů. Výjimkou z kolegiálního pojetí statutárního orgánu je akciová společnost s jediným akcionářem. Taková akciová společnost musí mít rovněž představenstvo, to však může být tvořeno jedinou osobou.

Obchodní zákoník primárně svěřuje volbu členů představenstva valné hromadě. Stanovy se však mohou od tohoto pravidla odklonit a svěřit volbu členů představenstva dozorčí radě.

V procesu výkupu účastnických cenných papírů plní představenstvo povinnosti spíše organizačně informačního charakteru. Jedna povinnost představenstva je však v tomto procesu významná. Jedná se o povinnost formulovanou v ustanovení § 183j odst. 2 ObchZ *in fine*. Podle tohoto ustanovení se představenstvo musí vyjádřit k tomu, zda považuje navrženou výši protiplnění za spravedlivou (viz legislativní doporučení v závěru práce).

### 2.1.3.3. *Dozorčí rada*

Dozorčí rada je posledním obligatorně zřizovaným orgánem akciové společnosti. Jedná se opět o kolektivní orgán, který musí být tvořen minimálně třemi členy. Členy představenstva volí vždy valná hromada s výjimkou případů, kdy má akciová společnost více jak 50 zaměstnanců.<sup>22</sup>

Z povahy jednotlivých ustanovení obchodního zákoníku plyne, že dozorčí rada plní v akciové společnosti kontrolní funkci.<sup>23</sup>

V procesu výkupu účastnických cenných papírů nedisponuje dozorčí rada žádnou speciální povinností nebo právem. Je však nutné zmínit všeobecné právo každého člena dozorčí rady domáhat se vyslovení neplatnosti usnesení valné hromady. Člen dozorčí rady proto může napadnout i takové usnesení

---

<sup>21</sup> Statutárním orgánem individuálního typu je např. jednatel ve společnosti s ručením omezeným.

<sup>22</sup> V takovém případě se na volbě členů dozorčí rady podílejí i zaměstnanci akciové společnosti. Ti mají právo volit minimálně jednu třetinu členů dozorčí rady (srov. § 200 odst. 1 ObchZ).

<sup>23</sup> Tento závěr plyne z ustanovení § 197 odst. 1 ObchZ, podle kterého dozorčí rada *dohlíží na výkon působnosti představenstva a uskutečňování podnikatelské činnosti společnosti*.

valné hromady, kterým bylo rozhodnuto o přechodu účastnických cenných papírů na osobu hlavního akcionáře.

#### **2.1.4. Akcionář a jeho postavení ve společnosti**

Obchodní zákoník pojem akcionář přímo nedefinuje. Z ustanovení § 155 odst. 1 ObchZ lze však dovodit, že se jedná o fyzickou nebo právnickou osobu, která je vlastníkem alespoň jedné akcie společnosti.<sup>24</sup>

Pokud jde o přesné právní vymezení vztahu mezi akcionářem a společností, nelze rozhodně pojem akcionář ztotožnit s pojmem „vlastník firmy“. Takové zjednodušující pojetí by totiž nesprávně implikovalo, že akcionář je spoluvlastníkem všeho, co je v majetku společnosti.

Z právního hlediska je samozřejmě postavení akcionáře jiné. Především nelze v žádném případě hovořit o vlastnickém právu akcionáře k majetku společnosti. Ačkoli se jedná o aktiva pořízená z vkladů akcionářů (ale nejen z nich), jejich právním nabyvatelem a vlastníkem je sama společnost, jako plnohodnotný subjekt práva.

Akcionář je pouze vlastníkem akcie, z čehož mu sice plyne právo společnost řídit (v míře odpovídající jeho podílu na základním kapitálu), není však vlastníkem společnosti ani vlastníkem aktiv společnosti.<sup>25</sup>

Akcionář je tedy osoba, která se vkladem podílí na základním kapitálu společnosti. Tento vklad je vyjádřen cenným papírem (zpravidla akcií). S vlastnictvím tohoto cenného papíru jsou pak spojena akcionářská práva.

V souvislosti s pojmem akcionář je vhodné objasnit i pojem menšinový (či minoritní) akcionář. Tento pojem je úzce spojen s mírou účasti akcionáře na základním kapitálu společnosti. Zcela obecně lze za akcionáře označit každou osobu, která má méně akcií (a hlasovacích práv), než jiný akcionář ve společnosti.

---

<sup>24</sup> Za určitých podmínek je ovšem „akcionářem“ společnosti i osoba, která akcii vlastnit nemusí (např. vlastník zatímního listu v případě, kdy doposud nedošlo k výměně zatímního listu za akcie).

<sup>25</sup> Již vůbec nelze v souvislosti s akcionářem hovořit o vlastnictví firmy. Obchodní firma je pouhé označení společnosti a není způsobilé býti subjektem právních vztahů. Tuto způsobilost má toliko (akciová) společnost sama.



Menšinovým akcionářem však může být za určitých okolností i osoba, která sice disponuje ze všech ostatních akcionářů největším počtem akcií a hlasovacích práv (v absolutních číslech na akcionáře), s ohledem na spojení ostatních akcionářů však není schopna prosadit ve společnosti své záměry.

Ve vztahu k tématu diplomové práce lze za menšinové akcionáře označit všechny akcionáře odlišné od osoby hlavního akcionáře (tj. akcionáře, který disponuje minimálně 90 % všech hlasů ve společnosti nebo se v minimálně stejném rozsahu podílí na základním kapitálu společnosti).

### **2.1.5. Základní akcionářská práva**

Z titulu svého postavení (vkladatele do společnosti) disponuje akcionář určitými právy. Teorie tato práva dělí různými způsoby.

Je-li rozlišujícím měřítkem majetkové (peněžité) plnění související s akcií, hovoříme o právech majetkových a nemajetkových.

V dalším případě lze na práva spojená s akcií pohlížet jako na práva hlavní a vedlejší. Hlavní práva, která definují vztah akcionáře ke společnosti, uvádí § 155 odst. 1 ObchZ. Jedná se o právo podílet se na řízení akciové společnosti, jejím zisku a na případném likvidačním zůstatku. Vedlejšími právy jsou pak akcionářská práva ostatní, jako např. právo na zápis do seznamu akcionářů nebo právo na vydání kopie zápisu o valné hromadě.<sup>26</sup> Existují pochopitelně i další možnosti, kterak akcionářská práva strukturovat, tyto však nemají pro účely diplomové větší význam.

Tématem diplomové práce je totiž ochrana práv minoritních akcionářů v procesu výkupu účastnických cenných papírů. Z tohoto pohledu jsou významná následující dvě akcionářská práva. První je všeobecné akcionářovo právo vlastnické k cennému papíru a druhým právem je právo menšinového akcionáře na přiměřené protiplnění v případě výkupu účastnických cenných papírů.

---

<sup>26</sup> Srov. Černá S.: Obchodní právo. Akciová společnost. 3. díl, Praha, ASPI, 2006, str. 158-159.

## **2.2. PRÁVO VÝKUPU ÚČASTNICKÝCH CENNÝCH PAPIRŮ** **(SQUEEZE – OUT)**

### **2.2.1. *Pojem***

Obecně lze právo výkupu účastnických cenných papírů popsat jako proces, jehož výsledkem je vyloučení menšinových akcionářů z majetkové účasti na společnosti. O vyloučení rozhodne majoritní akcionář na valné hromadě s tím, že cenné papíry menšinových akcionářů přejdou na jeho osobu. Zároveň je majoritní (hlavní) akcionář povinen poskytnout vyloučeným akcionářům přiměřené (spravedlivé) protiplnění za jím vyvlastněné akcie.

Vyjma vyvlastnění cenných papírů menšinových akcionářů dochází uplatněním práva výkupu účastnických cenných papírů i ke zjednodušení vlastnické struktury akciové společnosti. Po úspěšně provedeném výkupu by totiž společnost měla mít pouze jediného akcionáře.

K vyloučení dochází na základě rozhodnutí orgánu společnosti, kterým je v ČR valná hromada akciové společnosti. Vedle čistě soukromoprávních prvků je však v procesu vyloučení přítomen i prvek veřejnoprávní. K řádnému přijetí rozhodnutí valné hromady je totiž nezbytné získat i státní přivolení, a to souhlas ČNB. Procesu výkupu je tedy spojen s významnou ingerencí orgánu veřejné moci.

K vytažení může přistoupit pouze ten majoritní akcionář, který vlastní určité množství akcií<sup>27</sup> společnosti. V ČR je touto hranicí (zjednodušeně řečeno) dosažení vlastnictví takového množství cenných papírů, jejichž souhrnná jmenovitá hodnota činí alespoň 90 % základního kapitálu společnosti.<sup>28</sup>

Co činí institut práva výkupu účastnických cenných papírů problematickým je právě vyvlastňování majetku, k němuž v tomto procesu dochází. Menšinoví akcionáři jsou totiž proti své vůli zbaveni vlastnického práva k akciím. Takový postup (tj. vyvlastnění) je obecně vnímán jako hrubý zásah do vlastnického

---

<sup>27</sup> Resp. účastnických cenných papírů.

<sup>28</sup> Podle § 58 odst. 1 ObchZ se základním kapitálem rozumí peněžní vyjádření souhrnu peněžitých i nepeněžitých vkladů všech akcionářů do základního kapitálu společnosti. Akcionář se tedy účastní na základním kapitálu vkladem. Základní kapitál je součástí vlastního kapitálu.

práva, k němuž by mělo docházet zcela výjimečně a zásadně za podmínky poskytnutí přiměřené náhrady.

Institut vytlačení není specialitou českého společenského práva, ale jde o institut, který již delší čas existuje v řadě zemí s rozvinutým tržním hospodářstvím. Namátkou lze jmenovat např. SRN, Belgie, Rakousko, Velkou Británii nebo Francii.<sup>29</sup>

### **2.2.2. Důvody přijetí právní úpravy**

Důvody pro zařazení právní úpravy výkupu účastnických cenných papírů do právního řádu ČR lze rozdělit na důvody právní a ekonomické.

Zásadním právním důvodem byla povinnost ČR splnit závazky plynoucí z členství v EU. Jedním z těchto závazků je i povinnost členských států EU harmonizovat národní právní úpravu s komunitární legislativou. Nesplnění této povinnosti je přitom sankcionovatelné ze strany orgánů EU.<sup>30</sup>

V daném případě bylo nutné harmonizovat národní úpravu se Směrnicí č. 2004/25/ES (tzv. třináctá směrnice). Ustanovení čl. 15 Směrnice členskými státy ukládá zajistit, aby *předkladatel nabídky mohl požadovat, aby mu všichni držitelé zbývajících cenných papírů tyto cenné papíry prodali za spravedlivou cenu*. Tento požadavek, který je základem úpravy výkupu, měly členské státy zajistit do 20. května 2006.<sup>31</sup>

Požadavky Směrnice byly do českého právního řádu implementovány zákonem č. 216/2005 Sb., kterým byl do obchodního zákoníku poprvé zaveden institut práva výkupu účastnických cenných papírů (tzv. squeeze-out). Tento zákon nabyl účinnosti 1. července 2005.

---

<sup>29</sup> Dvořák, T.: Squeeze-out aneb má drobný akcionář důvod k pláči? Právní fórum, 2005, č. 7.

<sup>30</sup> Nesplnění povinnosti plynoucí ze Smlouvy o založení Evropského [hospodářského] společenství (SES) může vést k zahájení řízení pro porušení smlouvy. V tomto řízení může Evropský soudní dvůr uložit členskému státu peněžitou pokutu (čl. 226 a násl. SES).

<sup>31</sup> Čl. 21 Směrnice.

Uspěchané přijetí zmíněného zákona se bezprostředně promítlo do jeho nízké kvality. Přijatý zákon vykazoval řadu legislativně-technických i věcných nedostatků, které bylo nutné urychleně odstranit. Nejzávažnější nedostatky zákona č. 216/2005 Sb. měl odstranit zákon č. 377/2005 Sb. ze dne 19. srpna 2005.<sup>32</sup>

Ekonomické důvody k přijetí zmíněné právní úpravy se argumentačně opírají zejména o potřebu zkvalitnit vnitřní řídicí procesy uvnitř společnosti a snížit náklady společnosti na uspokojování práv menšinových akcionářů.

V souladu s ustanovením § 155 odst. 7 ObchZ je totiž společnost povinna zacházet za stejných podmínek se všemi akcionáři stejně. Míra nákladů na dodržování rovného zacházení se všemi akcionáři přitom nedopovídá míře reálné účasti menšinových akcionářů na činnosti a řízení společnosti.

Společnost je např. nucena vynakládat značné prostředky na konání valných hromad, ačkoli účast menšinových akcionářů na této valné hromadě nemůže mít reálný vliv na dění ve společnosti. Dění ve společnosti je totiž plně pod kontrolou většinového akcionáře a valná hromada se tak stává nákladným „divadlem“ pro vytvoření zdání rovné účasti akcionářů ve společnosti.

Pominout nelze ani skutečnost, že majoritní akcionář nese větší odpovědnost za řízení společnosti a podstupuje i větší ekonomické riziko ve srovnání s menšinovým akcionářem. Toto zvýšené riziko by mu mělo být kompenzováno např. v přiznání práva „zbavit“ se menšinových akcionářů, kteří riziko nenesou, ale přesto z něj profitují např. rostoucí cenou akcií (tzv. problém „černého pasažéra“).

Zavedení práva výkupu mělo společností (resp. většinovým akcionářům) poskytnout i ochranu před některými spornými praktikami minoritních akcionářů. Tito akcionáři se zaměřovali na svolávání valných hromad, obstrukční chování na těchto valných hromadách, a případně i na podávání žalob na vyslovení neplatnosti usnesení valné hromady.<sup>33</sup>

---

<sup>32</sup> Tento zákon například zvýšil ochranu menšinových akcionářů tím, že zavedl povinnost získat souhlas Komise pro cenné papíry (resp. nyní ČNB) k uskutečnění výkupu.

<sup>33</sup> Takové chování se označuje anglickým pojmem *greenmailing*. Tzv. greenmaileři mohou blokovat důležitá rozhodnutí valných hromad pomocí soudního napadání průběhu valné hromady. Nejčastěji se přitom greenmaileři zaměřují na změny základního jmění společnosti,

V odborné literatuře jsou zmiňovány i některé další argumenty pro zavedení práva výkupu, podle kterých squeeze-out podporuje aktivitu v oblasti fúzí a akvizic a trh korporátní kontroly.<sup>34</sup> Dalším přínosem squeeze-out(u) má být i zefektivnění fungování evropských kapitálových trhů.

V domácích podmínkách lze ve prospěch zavedení práva výkupu dále argumentovat i „nepřirozeným“ vytvořením akcionářské základny při tzv. kuponové privatizaci. Výsledkem této privatizace bylo značné množství menšinových akcionářů, kteří mnohdy ani neměli povědomí o tom, co je podstatou investice do cenných papírů, natož aby se jakkoli zajímali o činnost společnosti, jejíž cenné papíry vlastní.

Krátké zkušenosti s právem výkupu v ČR ukazují, že přijetí této právní úpravy řada hlavních akcionářů uvítala. Nedlouho po přijetí příslušné právní úpravy totiž došlo ke svolání řady valných hromad, a to právě za účelem „vytlačení“ minoritních akcionářů.

Příslušná právní úprava<sup>35</sup> vstoupila v účinnost k 3. červnu 2005 (resp. část k 1. červenci 2005). Do dne 1. září 2005 bylo za účelem „vytlačení“ svoláno celkem 188 valných hromad. Vrcholu dosáhl tento trend v srpnu 2005, kdy bylo za účelem „vytlačení“ svoláno celkem 104 valných hromad.<sup>36</sup>

Lze tedy uzavřít, že ve prospěch zavedení právní úpravy výkupu existují důvody ekonomické i právní. V každém případě musela být právní úprava včleněna do národního práva s ohledem na závazky plynoucí z komunitárního práva. I při zohlednění tohoto důvodu jsem však přesvědčen, že harmonizace mohla být řádně provedena způsobem, který mnohem lépe chrání práva menšinových akcionářů v procesu vytlačení.

---

změny stanov, slučování firem a další usnesení, na kterých může být závislý další chod celé společnosti. Pro tyto žaloby je příznačné, že blokují důležité aktivity společnosti, aniž by však tyto žaloby měly věcné opodstatnění.

<sup>34</sup> Srov. *Uzsák M.*: Co se o squeeze-out(u) nepíše. *Bulletin advokacie*, 2007, č. 3, str. 16.

<sup>35</sup> Zákon č. 216/2005 Sb.

<sup>36</sup> Citováno podle databáze MAGNUS společnosti ČEKIA (České kapitálové informační agentura, a. s.).

### 2.2.3. *Komunitární aspekty práva výkupu*

Právo výkupu účastnických cenných papírů vstoupilo do komunitárního práva Směrnicí 2004/25/EC ze dne 21. dubna 2004. Z obsahu tohoto předpisu je zřejmé, že tento komunitární předpis sledoval jiné cíle, než pouze definovat podmínky, za nichž lze vytlačit minoritní akcionáře ze společnosti.

Směrnice se totiž zaměřuje především na úpravu nabídek převzetí, včetně tzv. nabídkové povinnosti. Teprve v souvislosti s nabídkami převzetí řeší Směrnice i podmínky pro tzv. sell-out<sup>37</sup> a na něj navazující squeeze-out.

Z hlediska provedení implementace této Směrnice do právního řádu ČR je dále významné, že Směrnicí upravená problematika se týkala pouze těch cenných papírů, které byly přijaty k obchodování na regulovaném trhu.<sup>38</sup>

Regulovaným trhem je podle § 37 ZPKT pouze trh organizovaný burzou nebo organizátorem mimoburzovního trhu s investičními nástroji (RM-System), který splňuje požadavky stanovené zákonem. Cenné papíry obchodované na regulovaném trhu<sup>39</sup> jsou pak kótovanými cennými papíry.

Právo výkupu je tedy ve Směrnici koncipováno spíše jako kompenzační nástroj pro toho akcionáře, který byl nucen uskutečnit nabídku na odkup kótovaných cenných papírů. V takovém případě by proto měl tento akcionář mít právo završit celý proces a získat všechny cenné papíry ve společnosti.

Z výše uvedeného je zřejmé, že domácí úprava není prostým převzetím komunitárního práva, ale značně modifikovaným (či spíše deformovaným) institutem, jehož vazba na Směrnici je poměrně volná. Podle domácí úpravy vytlačení lze totiž tento institut aplikovat na všechny účastnické cenné papíry, včetně nekótovaných cenných papírů. Domácí úprava tedy nad rámec Směrnice dovoluje vyvlastnit i nekótované cenné papíry, aniž by tento požadavek ze Směrnice plynul.

---

<sup>37</sup> Sell-out upravuje čl. 16 Směrnice. Zjednodušeně řečeno jde o právo minoritního akcionáře požadovat, aby od něj většinový akcionář odkoupil akcie.

<sup>38</sup> Čl. 1 Směrnice.

<sup>39</sup> Resp. jeho oficiálním trhu, který je jednou částí regulovaného trhu. Druhou částí je speciální trh s investičními nástroji, které nejsou cennými papíry (§ 38 ZPKT).

Stran nedokonalého převzetí pravidel ze Směrnice je nutné rovněž zmínit nevhodně definovaný vznik práva výkupu. Směrnice váže vznik práva výkupu zásadně na uskutečnění předcházející nabídky převzetí. Podle domácí úpravy vzniká právo uskutečnit výkup tehdy, pokud dojde k překročení určité hranice účasti na základním kapitálu. V podstatě však lze výkup uskutečnit kdykoliv,<sup>40</sup> bez podmínky předcházejícího uskutečnění nabídky převzetí.

Na základě shora uvedeného se proto domnívám, že domácí zákonodárce „zneužil“ Směrnici k prosazení takové právní úpravy, která nad rámec Směrnice rozšiřuje okruh subjektů, které mohou být obětí vyvlastnění. Zarážející je rovněž, že zákonodárce nijak nespojil vznik práva výkupu s uskutečněním předcházející nabídky převzetí.

Při určitém zjednodušení lze proto uzavřít, že zákonodárce, zcela bez ohledu na zájmy menšinových akcionářů, poskytl majoritním akcionářům efektivní nástroj, pomocí kterého se mohou kdykoliv „zbavit“ menšinových akcionářů.

#### **2.2.4. *Proces výkupu účastnických cenných papírů***

Výkup účastnických cenných papírů je proces, který se skládá z řady na sebe navazujících úkonů. Z hlediska jejich vnitřní provázanosti lze v tomto procesu odlišit několik relativně samostatných fází, a to fázi (i) přípravnou, (ii) realizační a (iii) kompenzační.

##### **(i) přípravná fáze**

V této fázi hlavní akcionář dospěl k přesvědčení, že uskuteční „vytlačení“ menšinových akcionářů. V této souvislosti musí obstarat následující dokumenty:<sup>41</sup>

- znalecký posudek na výši přiměřeného protiplnění,
- souhlas ČNB s přijetím usnesení o přechodu účastnických cenných papírů na hlavního akcionáře,
- písemné zdůvodnění výše protiplnění.

---

<sup>40</sup> Formálně sice může majoritní (hlavní) akcionář právo výkupu realizovat pouze do tří měsíců od získání rozhodného množství akcií (srov. § 183n odst. 3 ObchZ), nicméně toto pravidlo lze snadno obejít např. dočasným prodejem části akcií a následným novým překročením rozhodné hranice v důsledku zpětného nákupu účelově prodaných akcií.

<sup>41</sup> Srov. § 183j odst. 6 ObchZ.

(ii) fáze realizační

Po ukončení přípravné fáze je možné zahájit realizační fázi výkupu. Prvním krokem této fáze je doručení žádosti hlavního akcionáře společnosti o svolání valné hromady, na které bude rozhodováno o přechodu všech účastnických cenných papírů ostatních (menšinových) akcionářů na hlavního akcionáře. Součástí této žádosti jsou i dokumenty zpracované v rámci přípravné fáze (zdůvodnění určení výše protiplnění, znalecký posudek a souhlas ČNB).

Do 15 dnů ode dne doručení žádosti hlavního akcionáře je představenstvo akciové společnosti povinno svolat valnou hromadu, která bude rozhodovat o přechodu účastnických cenných papírů na osobu hlavního akcionáře.<sup>42</sup>

Realizační fáze bezprostředně směřuje k přechodu práv k účastnickým cenným papírům menšinových akcionářů na hlavního akcionáře. Tímto přechodem však mohou být přímo dotčena i práva třetích osob, odlišných od menšinových akcionářů. Jedná se např. o osoby, které mají k cenným papírům zřízené zástavní právo. Obchodní zákoník proto v ustanovení § 183j odst. 2 ukládá představenstvu povinnost vyzvat<sup>43</sup> zástavní věřitele, aby společnosti sdělili existenci zástavního práva k účastnickým cenným papírům.

Poté, co valná hromada společnosti přijme usnesení, kterým dochází k přechodu účastnických cenných papírů na osobu hlavního akcionáře, je třeba tuto skutečnost zveřejnit. V souladu s ustanovením § 183l odst. 1 a 2 ObchZ proto musí představenstvo společnosti podat návrh na zápis tohoto usnesení do obchodního rejstříku, dále způsobem určeným pro svolání valné hromady uveřejnit předmětné usnesení valné hromady a závěry znaleckého posudku, a konečně v sídle společnosti uložit k nahlédnutí notářský zápis z předmětné valné hromady.

Uplynutím jednoho měsíce ode dne zveřejnění zápisu předmětného usnesení valné hromady do obchodního rejstříku přechází vlastnická práva

---

<sup>42</sup> Srov. § 183j odst. 1 ObchZ.

<sup>43</sup> V pozvánce na valnou hromadu nebo v oznámení o konání valné hromady.



k účastnickým cenným papírům menšinových akcionářů na hlavního akcionáře.<sup>44</sup> Tím je završena realizační fáze výkupu.

(iii) fáze kompenzační

Proces výkupu účastnických cenných papírů je plně završen vyplacením protiplnění bývalým menšinovým akcionářům. Zde je důležité poznamenat, že vyplacení (či nevyplacení) protiplnění nemá žádný vliv na přechod vlastnického práva k účastnickým cenným papírům bývalých akcionářů na hlavního akcionáře.

Nejedná se totiž o převod vlastnického práva, ale o přechod. Ke změně vlastníka cenného papíru není tudíž nutná součinnost obou stran, protože ke změně vlastníka dochází okamžikem nastoupení té právní skutečnosti, s níž právo přechod vlastnického práva spojuje. V daném případě je touto právní skutečností právě uplynutí stanovené lhůty (jednoho měsíce od dne zveřejnění zápisu usnesení valné hromady).<sup>45</sup>

Přechod vlastnického práva je v podstatě nevratný a nemá na něj vliv, zda hlavní akcionář následně řádně a včas uhradil bývalým menšinovým akcionářům protiplnění za vyvlastněné akcie. Tuto okolnost považují za vážnou slabinu výkupu (z pohledu menšinových akcionářů).

Zákonodárce sice v textu zákona konstruuje pravidlo, jehož účelem je zajistit uspokojení práva vyvlastněných menšinových akcionářů na výplatu protiplnění, ovšem nepřilíš uspokojivě. Toto pravidlo ukládá hlavnímu akcionáři povinnost uložit u banky nebo obchodníka s cennými papíry peněžní prostředky k výplatě protiplnění, a to již před konáním příslušné valné hromady (§ 183i odst. 6 ObchZ). Výplatu protiplnění pak zajišťuje banka nebo obchodník s cennými papíry.

Zmíněné pravidlo však nijak neřeší situaci, kdy hlavní akcionář sice prostředky uloží, aby mohl valné hromadě doložit schopnost uhradit protiplnění, ale po získání potvrzení peněžní prostředky určené k výplatě opět vybere nebo převede jinam. V takovém případě sice právo

---

<sup>44</sup> V případě kótovaných cenných papírů dochází nadto okamžikem zveřejnění předmětného usnesení i k vyřazení účastnických cenných papírů z veřejného obchodování (tzv. delisting).

<sup>45</sup> Srov. § 183l odst. 3 ObchZ.

menšinového akcionáře na výplatu protiplnění stále trvá, ovšem jeho soudní vymáhání významně prodlouží lhůtu mezi vyvlastněním akcií a získáním protiplnění. Tím je pochopitelně bývalý menšinový akcionář hrubě poškozován.

### **2.2.5. Vymezení pojmu účastnické cenné papíry**

V dosavadním textu byl proces výkupu spojován především s pojmem akcie. Ve smyslu ustanovení § 183i odst. 1 ObchZ se však právo výkupu uplatňuje na tzv. účastnické cenné papíry a nikoli pouze na akcie. Je proto třeba objasnit, co se rozumí pod pojmem účastnický cenný papír.

Pojem účastnický cenný papír je legislativní zkratka, jejíž obsah zákonodárce upřesňuje v ustanovení § 183a odst. 1 ObchZ. Podle tam uvedeného textu jsou účastnickými cennými papíry (i) akcie, (ii) zatímní listy nebo (iii) převoditelné cenné papíry, které nabytí akcií nebo zatímních listů dovolují.

Akcie je cenným papírem, s nímž jsou spojena práva akcionáře jako společníka podílet se na řízení, zisku a likvidačním zůstatku akciové společnosti. Může být vydána v listinné nebo zaknihované podobě, a to na jméno nebo na majitele.<sup>46</sup>

Zatímní list je takový cenný papír, který vydá společnost upisovateli tehdy, pokud před zápisem společnosti do obchodního rejstříku nesplatil celý emisní kurs jím upsané akcie. Zatímní list nahrazuje upisovateli jím upsané a nesplacené akcie jednoho druhu. Po splacení emisního kursu jsou zatímní listy nahrazeny akciemi.<sup>47</sup>

Pojem akcie nebo zatímní list tedy nečiní zásadní interpretační potíže. Nejasnosti ovšem vzbuzuje pojem „převoditelné cenné papíry, které nabytí akcií nebo zatímních listů dovolují“. Řádné objasnění tohoto pojmu je přitom nezbytné pro identifikaci subjektů, jejichž práva mohou být výkupem účastnických cenných papírů dotčena.

Pojem účastnický cenný papír vzbuzuje rozpaky i v odborné literatuře. Jednotliví autoři přistupují k výkladu tohoto pojmu různě. Podle jednoho

---

<sup>46</sup> Srov. ustanovení § 155 odst. 1 ObchZ.

<sup>47</sup> Srov. ustanovení § 176 ObchZ.

názoru<sup>48</sup> je nutné pojem vykládat podle konkrétního kontextu. Pojem účastnický cenný papír by tak v jednom případě měl zahrnovat pouze akcie, zatímni listy a poukázky na akcie (užší vymezení), zatímco v jiných případech by účastnickými cennými papíry měly být i vyměnitelné a prioritní dluhopisy, GDR, ADR<sup>49</sup> a opční listy (širší vymezení).

Jiní autoři do pojmu účastnický cenný papír zahrnují akcie, zatímni listy, poukázky na akcie, opční listy a vyměnitelné dluhopisy.<sup>50</sup> Podle dalšího názoru se pak jedná o jakékoliv cenné papíry, s nimiž je spojeno právo akcie nebo zatímni listy získat, a o kterých je valná hromada oprávněna rozhodnout (nejedná se tedy např. o vyměnitelné dluhopisy).<sup>51</sup>

Za nejprůhlednější vymezení pojmu účastnický cenný papír považují takové, které tento pojem spojuje s osobou disponující právem účasti na valné hromadě společnosti. Této interpretaci ostatně nasvědčuje i znění § 183i odst. 2 ObchZ, které přijetí usnesení valné hromady o výkupu váže na souhlas devíti desetin všech vlastníků účastnických cenných papírů.

Dosažení této hranice (k přijetí souhlasu) se přitom odvozuje od všech vlastníků účastnických cenných papírů, jimiž však mohou být jen osoby mající právo účasti na valné hromadě. Jiný výklad by totiž vedl ke zcela absurdním závěrům.

S ohledem na skutečnost, že se jedná o rozhodnutí valné hromady, mohou na ni být účastni pouze akcionáři a nikoliv osoby, které vlastní účastnické cenné papíry v širším pojetí. Bylo by proto zjevně nesystematické, pokud by zákonodárce zamýšlel účelově přiznat právo účasti na valné hromadě i osobám, které ho jinak nemají (tj. vlastníkům účastnických cenných papírů v širším pojetí).

---

<sup>48</sup> *Dědič J., Štenglová I., Čech P., Kříž R.*: Akciové společnosti. 6., přepracované vydání. Praha C. H. Beck, 2007, str. 308 – 309.

<sup>49</sup> GDR (Global Depositary Receipts) a ADR (American Depositary Receipts) patří mezi zahraniční cizí papíry. Jedná se o depozitní stvrzenky, jejichž účelem je umožnit investorům nabývání cenných papírů denominovaných v cizí měně.

<sup>50</sup> *Kobliha I., Kalfus J., Krofča J., Kovařík Z., Kozel R., Pokorná J., Svobodová Y.*: Obchodní zákoník – Komentář, LINDE Praha, a. s., 2006, str. 547.

<sup>51</sup> *Eliáš K., Dvořák T. a kol.*: Obchodní zákoník – Praktické poznámkové vydání s výběrem judikatury od r. 1900. LINDE Praha, a. s., 2006, str. 403.

Dalším návodem k interpretaci pojmu účastnický cenný papír může být i znění Směrnice, která v článku 2 definuje cenné papíry jako převoditelné cenné papíry spojené s hlasovacím právem ve společnosti.<sup>52</sup> Pak by za účastnické cenné papíry bylo nutno považovat pouze akcie a zatímní listy.

Z výše uvedeného je zřejmé, že nespornými účastnickými cennými papíry, na které lze uplatnit právo výkupu, budou akcie a zatímní listy. Otázkou je, zda mezi účastnické cenné papíry zařadit i poukázku na akcie.<sup>53</sup>

S tímto cenným papírem sice není spojeno právo účasti na valné hromadě od počátku, ovšem vlastník poukázky získává právo účasti na valné hromadě okamžikem zápisu navýšení základního kapitálu do obchodního rejstříku.

Podle mého názoru by se proto pro účely práva výkupu měly za účastnické cenné papíry považovat pouze ty (účastnické) cenné papíry, které zakládají účast na společnosti a je s nimi spojeno hlasovací právo na valné hromadě (tj. akcie, zatímní list a za určitých okolností i poukázka na akcie).

Takto vymezené pojetí účastnických cenných papírů však generuje obtížně řešitelný problém.

Ze smyslu institutu výkupu plyne, že jeho účelem je umožnit hlavnímu akcionáři přijmout takové rozhodnutí, kterým by vyloučil kohokoliv jiného z možnosti další účasti na společnosti.

Při úzce vymezeném pojetí účastnických cenných papírů (tj. akcie, zatímní list a výjimečně poukázka na akcie) zde po provedení výkupu teoreticky zůstane okruh osob s cennými papíry, s nimiž je spojeno právo nárokovat si v budoucnu účast na společnosti (např. vlastníci vyměnitelných a prioritních dluhopisů). Provedením výkupu by tedy v případě mnou vymezeného pojetí účastnických cenných papírů nebyl naplněn záměr hlavního akcionáře, a to vyloučit kohokoliv dalšího z účasti na společnosti.

Ovšem ani při širším vymezení účastnických cenných papírů se nelze vyhnout aplikačním problémům. V případě širšího pojetí není totiž zřejmé,

---

<sup>52</sup> „Securities shall mean transferable securities carrying voting rights in company.”

<sup>53</sup> Poukázka na akcie v podstatě zahrnuje právo na obdržení akcie vydané v souvislosti s navýšením základního kapitálu akciové společnosti (srov. § 204b ObchZ). Údaje o navýšení základního kapitálu jsou konstitutivní, proto do doby zápisu nemohla společnost vydat akcie. V současné době bude význam poukázek na akcie malý, a to s ohledem na zavedení krátkých zákonných lhůt pro provedení zápisu do obchodního rejstříku.

jakým způsobem určit výši protiplnění např. vlastníkům vyměnitelných nebo prioritních dluhopisů. Nelze totiž pominout, že účastnické cenné papíry (v širším slova smyslu) budou mít různou hodnotu, a to právě v závislosti na konkrétním typu účastnického cenného papíru (např. akcie a opce na akcie).

Dalším problémem pochopitelně je, že při širokém pojetí účastnických cenných papírů nelze ani při nejlepší vůli možno odhadnout, kolik těchto papírů je, a kdo je vlastníkem těchto papírů (např. u GDR). Tato skutečnost pochopitelně komplikuje hlavnímu akcionáři vytvářet predikce ohledně nákladů na provedení výkupu.

Z právního hlediska je pak nejpodstatnější, že různý výklad jednoho termínu v závislosti na konkrétních okolnostech je krajně nežádoucí. Interpretace jakéhokoli právního pojmu by měla splňovat požadavek na konzistenci právního výkladu. Nemělo by proto docházet k situaci, kdy jediný legislativní pojem zahrnuje odlišné designáty.<sup>54</sup>

V daném případě zákonodárce pojem účastnický cenný papír prvně zavádí v ustanovení § 183a odst. 1 ObchZ, a to v souvislosti s institutem nabídky převzetí.

V kontextu nabídky převzetí je designát pojmu účastnický cenný papír standardně interpretován v jeho nejširším pojetí. V kontextu práva výkupu však široká interpretace designátu účastnický cenný papír ústí ve vážné aplikační překážky. Překonání těchto překážek je přitom možné pouze tak, že v případě výkupu provedeme redukci prvků designátu pojmu účastnický cenný papír.

Designát pojmu účastnický cenný papír je tedy podmíněn individuálním kontextem, ve kterém je tento pojem zmíněn. Tato situace je právně nežádoucí, neboť vede ke značné právní nejistotě ohledně skutečného obsahu právní normy.

Výše naznačené interpretační úskalí řeším nalezením takového výkladu, který v maximální míře šetří konstitucionálně chráněné vlastnické právo.

Legislativní nedostatky právní normy s vyvlastňovacím obsahem musí být totiž řešeny vždy tak, aby okruh osoby postižených vyvlastňovací úpravou byl co

---

<sup>54</sup> Designátem označuji konkrétní obsah nějakého pojmu.

možná nejužší. Pokud tedy zákonodárce zanedbá přesné vymezení pojmu, nebo dopustí, aby pojem musel být vykládán pro potřeby aplikace normy různě, musí být každý výklad pojmu proveden tak, aby respektoval konstitucionální rozměr vlastnictví.

Vymezuje-li proto obecná norma předmět vyvlastnění nejasně, jak je tomu v případě účastnických cenných papírů, je třeba nejasný pojem vyložit restriktivně, způsobem, který co možná nejméně zasahuje do vlastnických práv třetích osob. Jen takový výklad totiž plně respektuje konstitucionální ochranu vlastnického práva.

Při výkladu pojmu účastnický cenný papír jsem se tedy přiklonil k výkladu, který je sice v rozporu s požadavkem na konzistentní identifikaci designátu interpretovaného pojmu, respektuje však zájmy vlastníků, jejichž vlastnické právo je chráněno na ústavní úrovni. Designát pojmu účastnický cenný papír proto redukuji na ty cenné papíry, u nichž lze výkup uskutečnit bez interpretačních a aplikačních rozporů.

V kontextu výkupu proto považuji za účastnické cenné papíry pouze ty cenné papíry, s nimiž je spojeno právo účasti na valné hromadě. Jiné (účastnické) cenné papíry by neměly výkupu podléhat. Z praktického hlediska je však nutno doplnit, že výše rozvedený problém je spíše akademické povahy. Nejpočetnější skupinu účastnických cenných papírů dotčených výkupem totiž tvoří pouze akcie a zatímními listy.

#### **2.2.6.      *Hlavní akcionář***

Dalším základním pojmem výkupu účastnických cenných papírů je pojem hlavní akcionář. Tato osoba je iniciátorem procesu výkupu účastnických cenných papírů a v tomto procesu má i výsadní postavení.<sup>55</sup>

---

<sup>55</sup> Hlavní akcionář navrhuje valné hromadě přijetí usnesení o „vytlačení“, obstarává znalecký posudek na cenu akcií, domáhá se před ČNB udělení souhlasu s výkupem a v neposlední řadě zajišťuje výplatu protiplnění. Již z nastíněného výčtu činností je evidentní, že bez hlavního akcionáře nemůže vůbec k procesu „vytlačení“ dojít.

Zákonodárce pojem hlavní akcionář zavádí v ustanovení § 183i odst. 1 ObchZ.<sup>56</sup> Podle tam uvedené (legální) definice je hlavní akcionář právnická nebo fyzická osoba, která vlastní ve společnosti účastnické cenné papíry:

- a) jejichž souhrnná jmenovitá hodnota činí alespoň 90 % základního kapitálu společnosti nebo
- b) které nahrazují účastnické cenné papíry, jejichž souhrnná jmenovitá hodnota činí alespoň 90 % základního kapitálu společnosti nebo
- c) s nimiž je spojen alespoň 90 % podíl na hlasovacích právech ve společnosti.

V souvislosti s výše uvedenými pravidly pro určení hlavního akcionáře znovu vyvstává otázka, jaké účastnické cenné papíry se počítají pro účely dosažení hranice 90 %.

S odkazem na výše uvedené závěry v části věnované vymezení pojmu účastnický cenný papír zastávám i zde názor, že účastnickými cennými papíry je nutno rozumět výhradně akcie a zatímní listy (výjimečně poukázku na akcie).

Na podporu výše uvedené argumentace směřující k užšímu vymezení pojmu účastnický cenný papír poukazuji na skutečnost, že zákonodárce použil termín „hlavní akcionář“. Akcionářem je přitom pouze vlastník akcií nebo zatímních listů.<sup>57</sup>

Ve vztahu ke shora uvedené definici hlavního akcionáře je vhodné připomenout, že hlavní akcionář nemusí vždy nutně disponovat všemi cennými papíry, aby dosáhl výše zmíněné hranice 90 %. K dosažení tohoto podílu (90 %) může totiž hlavní akcionář dospět i pomocí akcií, které vlastní sama akciová společnost.

---

<sup>56</sup> Nutno dodat, že poněkud nedůsledně. Legislativní zkratku „hlavní akcionář“ totiž zavedl zákonodárce i v ustanovení § 220p odst. 1 ObchZ, které upravuje zrušení společnosti s převodem majetku na (hlavního) akcionáře. Tam uvedená legislativní zkratka vymezuje hlavního akcionáře výrazně úžeji. Použití legislativní zkratky, kterou již předpis s jiným obsahem zavedl dříve, je jedním z příkladů legislativně technických nedostatků právní úpravy pojednávaného institutu.

<sup>57</sup> Akcionářem je pochopitelně i osoba, která akcie doposud nemá, neboť ze strany společnosti došlo k prodlevě s jejich vydáním (tzv. materiální akcionář). I zde se však jedná o akademickou úvahu, která v drtivě většině případů nebude mít vliv na určení hlavního akcionáře.

Akcie (resp. účastnické cenné papíry) emitované společností, které se nacházejí ve vlastnictví společnosti, se totiž pro účely ověřování dosažení hranice 90 % rozdělí mezi stávající vlastníky ostatních účastnických cenných papírů.

K rozdělení dochází v poměru jmenovitých hodnot účastnických cenných papírů jednotlivých akcionářů (§ 183i odst. 4 ObchZ.). Hlavní akcionář může tedy dosáhnout požadované hranice, aniž by musel disponovat cennými papíry v rozsahu 90 %.

Hlavním akcionářem se ovšem může stát i osoba s poměrně nízkou účastí na společnosti (např. s 10 % podílem na základním kapitálu). Předpokladem je, že společnost vydala prioritní akcie bez hlasovacího práva, jejichž souhrn jmenovitých hodnot bude činit 90 % základního kapitálu. Podle ustanovení § 183i odst. 2 ObchZ mají totiž vlastníci prioritních akcií právo hlasovat na valné hromadě, která bude rozhodovat o výkupu účastnických cenných papírů.

Z výše uvedeného plyne, že k získání pozice hlavního akcionáře postačí i takové množství akcií, které nedosahuje podílu 90 % na základním kapitálu společnosti.

V návaznosti na vymezení hranice (90 %) pro nabytí práva realizovat squeeze-out si lze položit otázku, proč je touto hranicí právě dosažení 90 % podílu na základním kapitálu. Dosažení této hranice není totiž z hlediska ostatních akcionářských práv nijak významné.

Z hlediska rozložení sil ve společnosti je totiž významné již dosažení nadpolovičního podílu na základním kapitálu (hlasovacích právech). Z hlediska možnosti prosazení zásadních změn ve společnosti je pak významné i nabytí podílu 75 %. Naopak, pokud jde o zvláštní práva minoritních akcionářů, je z hlediska jejich nabytí významné dosažení podílu ve výši 5 %.<sup>58</sup> Minoritní akcionáři s tímto podílem (tzv. kvalifikovaní minoritáři) se mohou nárokově domáhat svolání mimořádné valné hromady a projednání navržených záležitostí (§ 181 odst. 1 ObchZ).

---

<sup>58</sup> Resp. 3 % v případě, kdy základní kapitál společnosti je vyšší než 100 mil. Kč.



Zdalo by se tedy logické, že hranice pro získání práva výkupu by měla být nějak spojena s dosažením podílu, který takovému akcionáři umožňuje prosadit vlastními hlasy nějaké zásadní změny ve společnosti.<sup>59</sup>

Podle mého názoru by tedy hranice pro získání práva výkupu měla souviset právě s hranicí, která vylučuje existenci kvalifikovaného minoritáře.

V takovém případě by hlavním akcionářem mohla být pouze osoba, která disponuje podílem ve výši 95 % (resp. 97 %). Po překročení tohoto podílu je totiž vyloučena existence „kvalifikovaných“ minoritních akcionářů a účast menšinových akcionářů je skutečně pouze formální.

S ohledem na shora uvedené se proto domnívám, že hranice 90 % účasti na společnosti je čistě arbitrární. Tato hodnota byla zákonodárcem zřejmě pouze „otrocky“ přejata ze Směrnice, aniž by zákonodárce zvažoval smysluplnost právě takto kvantifikovaného podílu.

#### **2.2.7. Povinnosti hlavního akcionáře**

Poměříme-li povinnosti hlavního akcionáře optikou zájmů minoritních akcionářů, je nejvýznamnější povinností hlavního akcionáře poskytnut přiměřené protiplnění (§ 183m odst. 1 ObchZ). S touto povinností bezprostředně souvisí i další povinnost hlavního akcionáře, a to povinnost předat obchodníkovi s cennými papíry nebo bance před konáním valné hromady (která rozhodne o přechodu cenných papírů) peněžní prostředky ve výši potřebné k výplatě protiplnění.

Ostatní povinnosti hlavního akcionáře (např. obstarat souhlas ČNB) jsou spíše podmínky, které musí hlavní akcionář splnit, pokud chce squeeze-out realizovat. Tyto ostatní povinnosti nemají zásadní dopad do práv minoritních akcionářů.

Povinnosti poskytnout přiměřené protiplnění odpovídá právo menšinového akcionáře na vyplacení tohoto protiplnění. V této souvislosti je nutné zodpovědět dvě důležité otázky. První otázkou je, kdy je řádně splněna povinnost hlavního akcionáře poskytnout přiměřené protiplnění. Další

---

<sup>59</sup> *Uzsák M.*,: Co se o squeeze-out(u) nepíše. Bulletin advokacie, 2007, č. 3, str. 18.

otázkou pak je určení lhůty, kdy se lze práva na vyplacení přiměřeného protiplnění domáhat, případně zda dochází k promlčení tohoto práva.

Povinnost vyplatit protiplnění je právním závazkem. Z obecné úpravy zániku závazků přitom vyplývá, že závazek zanikne pouze tehdy, je-li splněn *řádně a včas* (srov. § 559 odst. 2 ObčZ).

Domnívám se, že závazek vyplatit protiplnění je řádně splněn jen tehdy, pokud je vyplacené protiplnění přiměřené materiálně a nikoliv pouze formálně. Pokud tedy hlavní akcionář vyplatil protiplnění, které bylo přiměřené jen formálně, nedošlo k zániku závazku. Materiální nepřiměřenost autoritativně konstatuje soud, a to na základě žaloby podané podle § 183k odst. 1 ObchZ (viz dále).

Pokud jde o určení, zda závazek byl splněn včas, je podstatné identifikovat splatnost tohoto závazku. Zde jsem názoru, že termín splatnosti není sice pevně určen, lze však k němu dospět výkladem.

Podle § 183m odst. 3 ObchZ je osoba vyplácející protiplnění povinna vyplatit toto protiplnění *bez zbytečného odkladu* po splnění podmínek uvedených v § 183m odst. 2 ObchZ. Tam uvedené podmínky spočívají v provedení zápisu v příslušné evidenci (zaknihovaných) cenných papírů nebo v předání (listinných) cenných papírů. Splněním poslední podmínky se pak pohledávka menšinového akcionáře na vyplacení protiplnění stává splatnou.

Ohledně práva domáhat se vyplacení přiměřeného protiplnění bezpochyby platí, že se ho lze domáhat v rámci obecné promlčecí lhůty (§ 397 ObchZ).<sup>60</sup> S ohledem na charakter institutu výkupu účastnických cenných papírů však nelze ani zcela vyloučit, že právo na vyplacení protiplnění promlčení nepodléhá. Pokud by totiž toto právo promlčení podléhalo, mohlo by tím dojít k časovému omezení (a případnému vyloučení) kompenzace za nucený zásah do vlastnického práva daného akcionáře.<sup>61</sup>

---

<sup>60</sup> Promlčecí doba počíná běžet od okamžiku uplynutí lhůty pro vyplacení protiplnění. Po uplynutí promlčecí doby pohledávka minoritního akcionáře na vyplacení protiplnění nadále existuje pouze jako tzv. naturální obligace (hlavní akcionář, jako dlužník, by byl oprávněn vznést při uplatnění dané pohledávky námitku promlčení a uspokojení dané pohledávky odmítnout).

<sup>61</sup> Pro srovnání lze uvést, že stávající německá právní úprava institutu squeeze-out(u) [Ausschluss von Minderheitsaktionären], která je obsažena v § 327a a násl. německého akciového zákona (AktG), také neobsahuje výslovnou úpravu promlčení práva minoritních akcionářů na vyplacení protiplnění.

## 2.2.8. *Znalecký posudek o výši protiplnění*

Nezbytnou součástí každého výkupu účastnických cenných papírů je zpracování znaleckého posudku.<sup>62</sup> Podle § 183i odst. 5 ObchZ předkládá hlavní akcionář tento posudek ve správním řízení o udělení souhlasu, aby jím doložil přiměřenost výše navrhovaného protiplnění. V rámci tohoto správního řízení jde o nejdůležitější (a v podstatě jediný) důkaz, který ČNB hodnotí.

Znalecký posudek by měl menšinovým akcionářům napovědět, zda hlavním akcionářem navržená výše protiplnění je odpovídající. Z tohoto důvodu je nutné podrobněji pojednat o tom, kdo je oprávněn znalecký posudek zpracovat a na základě jakých metod znalec určí hodnotu podniku. Základní znalost této problematiky totiž usnadní menšinovému akcionáři vyhodnotit přiměřenost navrženého protiplnění.

Znalecký posudek musí být zpracován zvláště kvalifikovanou osobou, kterou zákon označuje pojmem „znalec“. Ve smyslu § 2 ZoZT je znalcem fyzická osoba zapsaná do zvláštního seznamu.

Účelem znaleckého posudku pro účely výkupu je kvantifikovat hodnotu podniku<sup>63</sup> a od ní se odvíjející hodnotu cenných papírů (především akcií) společnosti, které podnik náleží. Takto určená hodnota cenných papírů je pak vodítkem pro určení přiměřeného protiplnění za účastnické cenné papíry.

Znalec při zpracování znaleckého posudku obvykle využívá různé metody oceňování. Použité metody (případně určení váhy jednotlivé metody v případě syntézy výsledků jimi dosažených) předurčují výslednou hodnotu podniku, která je východiskem pro následné určení hodnoty cenného papíru.

Nevhodně zvolená metoda může výrazně ovlivnit výši navrženého protiplnění. Menšinový akcionář nemůže přitom spoléhat na to, že nevhodnost zvolené metody rozpozná ČNB. Níže uvedený přehled by měl proto menšinovému akcionáři pomoci posoudit, zda znalec použil k ocenění nejvhodnější metodu.

---

<sup>62</sup> Požadavek obligatorního znaleckého posudku byl do procesu výkupu zaveden zákonem č. 377/2005 Sb. Do té doby nebyl znalecký posudek v některých případech vyžadován.

<sup>63</sup> Podnikem se podle § 5 ObchZ rozumí soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit. Podnik nelze tedy ztotožňovat se společností, když podnik je objektem právních vztahů a společnost jejich subjektem.

Používané znalecké metody k ohodnocení podniku můžeme rozdělit do tří základních skupin:

- (i) ocenění na základě analýzy majetku,
  - (ii) ocenění na základě analýzy výnosů,
  - (iii) ocenění na základě analýzy trhu a porovnání s dalšími podniky.
- (i) Ocenění na základě analýzy majetku

Tato metoda sleduje hodnotu vlastního kapitálu společnosti podle účetnictví,<sup>64</sup> substanční hodnotu podniku a likvidační hodnotu.

Podstata určení hodnoty podniku podle jeho vlastního kapitálu plyne ze samotného označení. Substanční hodnota vychází ze souhrnu relativně samostatných ocenění jednotlivých majetkových složek podniku za předpokladu, že podnik bude pokračovat ve své činnosti. Likvidační hodnota se odvozuje od výše peněžních prostředků, které lze získat prodejem jednotlivých částí podniku. Likvidační hodnota je tedy dána součtem prodejních cen jednotlivých majetkových složek podniku.

- (ii) ocenění na základě analýzy výnosů

Při této metodě se pracuje se dvěma samostatnými postupy. První je kvantifikace kapitalizovaných čistých výnosů a druhý spočívá v určení diskontovaných peněžních toků.

Kapitalizované čisté výnosy se opírají o minulé hospodářské výsledky společnosti, které jsou následně zpracovány pomocí speciálních finančních modelů.

Stanovení hodnoty podniku pomocí diskontovaných peněžních toků je považováno za nejkompexnější valuační postup. Východiskem je produkce peněz v podniku (cash-flow). Tato budoucí produkce peněz se přitom diskontuje diskontní sazbou (někdy nazývanou „kalkulovaná úroková míra“), která v sobě zahrnuje celou řadu faktorů jako je např. míra

---

<sup>64</sup> Problémem je, že účetnictví nezobrazuje věrnou hodnotu jednotlivého majetku. Např. investiční majetek bývá veden v historických pořizovacích cenách i tehdy, když jsou tyto ceny již zastaralé a překonané. Odpisy se vypočítávají z těchto historických (relativně nízkých) cen, i když je zřejmé, že nebudou stačit na prostou obnovu.

výnosnosti očekávaná investorem při akvizici budoucího peněžního toku s ohledem na riziko spojené s možností tento výnos získat.<sup>65</sup>

(iii) ocenění na základě analýzy trhu a porovnání s dalšími podniky

Tato metoda je založena na řešení otázky, za kolik se v daném období daná věc obvykle prodává. Podmínkou je ovšem značná četnost případů a omezený rozptyl vlastností, které mají na cenu výraznější vliv. V případě podniku se jeho ocenění stanoví nejčastěji na základě:

- tržní kapitalizace,<sup>66</sup>
- srovnatelných podniků,<sup>67</sup>
- dosahovaných výsledků v konkurenčních podnicích.<sup>68</sup>

Výsledné ocenění zpravidla vznikne tvořivou syntézou jednotlivých výsledků ocenění několika metodami s uvážením pravděpodobného myšlení prodávajících i kupujících (metoda simulace trhu na základě dostupných údajů).

Bez základní znalosti metod používaných k oceňování podniku nemůže menšinový akcionář posoudit, zda v daném případě byla k ocenění podniku použita vhodně zvolená metoda. Nevhodně zvolená metoda přitom indikuje, že navrhované protiplnění pravděpodobně nebude odpovídat skutečné hodnotě vyvlastňovaných cenných papírů. Z hlediska ochrany práv minoritních akcionářů by totiž měl znalecký posudek přispívat k materiálnímu naplnění ústavněprávních předpokladů vyvlastnění – tj. přispět k určení spravedlivé a přiměřené náhrady za vyvlastňovaný majetek.

---

<sup>65</sup> Tato submetoda se dle nejrozšířenějších modelů chování kapitálového trhu nejvíce blíží uvažování investorů, prospívá tedy nejvíce k správnému určení hodnoty analyzované společnosti a dále tato metoda zachycuje všechny prvky, které ovlivňují hodnotu společnosti komplexním a přitom přímočarým způsobem.

<sup>66</sup> Hodnota podniku se určí z tržní ceny akcií na veřejných trzích. Vynásobením této ceny počtem akcií se získá tzv. tržní kapitalizace. V podmínkách ČR lze hodnotu tržní kapitalizace vzít v úvahu pouze pro velmi omezený počet akciových společností.

<sup>67</sup> Při tomto přístupu se oceňovaný podnik srovnává s podniky, které jsou k určitému období již nějakým způsobem oceněny. V podmínkách ČR lze použít jen velmi omezeně.

<sup>68</sup> Toto ocenění vychází z úvahy, že oceňovaný podnik sice dosahuje určitou úroveň tržeb, ale vlivem nějakého mimořádného (odstranitelného či dočasného) faktoru dosahuje při dané úrovni tržeb jinou míru zisku než je statisticky zjištěné pro odvětví, ve kterém podnik podniká. Tímto faktorem může být např. nedostatečná úroveň vedení podniku či nedostupnost nějakého výrobního faktoru.

Stávající právní úprava výše zmíněné ambice snad měla, nepodařilo se je však zdárně legislativně vyjádřit. Za její hlavní nedostatek považují především způsob, jakým dochází k určení znalce.

Osobu znalce vybírá hlavní akcionář, který přitom znalci vyplácí odměnu za zpracovaný znalecký posudek. Tento koncept považují za výrazné ohrožení ústavněprávní konformity procesu výkupu. Pokud totiž podmínkou obecné přípustnosti vyvlastnění je poskytnutí přiměřeného protiplnění, pak kvalifikovaný odhad jeho výše by neměl být vytvářen osobou, která je majetkově závislá na hlavním akcionáři. Z podstaty věci má totiž hlavní akcionář zájem na tom, aby znalec dospěl k co nejnižšímu odhadu protiplnění.

K odstranění tohoto nedostatku by stačilo, pokud by určení znalce bylo zcela nezávislé na vůli hlavního akcionáře. Znalec by mohl být např. vybírán losem ze zvláštního seznamu znalců, který by vedla ČNB.

Domnívám se však, že optimálním řešením by bylo, pokud by menšinová akcionáři měli právo na určení vlastního (tj. druhého) znalce. Náklady na jeho činnost by do výše nákladů vynaložených hlavním akcionářem na zpracování „jeho“ znaleckého posudku hradila menšinovým akcionářům sama společnost.

Zásadní výhodou této varianty je, že ČNB by tím získala další znalecký posudek, který by mohla přezkoumávat v rámci řízení o udělení souhlasu s výkupem. Zavedení konkurenčních prvků do procesu hledání přiměřeného protiplnění by mělo rovněž zajistit, že přiměřená hodnota bude více odpovídat skutečné vnitřní hodnotě akcie.

### **2.2.9.      *Odpovědnost znalce***

Jak bylo rozvedeno v předcházející části, má v procesu výkupu znalecký posudek značný význam. Závěry znaleckého posudku mohou totiž výrazně ovlivnit nebo oddálit právo menšinových akcionářů na poskytnutí přiměřeného protiplnění. Jinými slovy řečeno, znalecký posudek může výrazně zasáhnout právní sféru hlavního akcionáře i akcionářů menšinových. V takovém případě je ovšem nezbytné položit si otázku, jakou vlastně nese znalec odpovědnost za jím zpracovaný znalecký posudek.

Odpovědnost znalce lze rozlišit na soukromoprávní a veřejnoprávní. Veřejnoprávní odpovědnost znalce plyne z ustanovení § 175 TZ. Zde je upravena skutková podstata trestného činu Křivé výpovědi a nepravdivého znaleckého posudku.

Podle tohoto ustanovení je trestně odpovědný ten, kdo jako znalec podá nepravdivý, hrubě zkreslený nebo neúplný znalecký posudek. Za tento trestný čin<sup>69</sup> lze uložit trest odnětí svobody až na dvě léta nebo zákaz činnosti nebo peněžitý trest. Trest může být i vyšší, pokud by znalec způsobil značnou škodu nebo jiný zvlášť závažný následek.

O trestněprávní odpovědnosti znalce lze však uvažovat spíše v rovině teoretické. S ohledem na povahu znaleckého posudku lze totiž jen obtížně definovat objektivně správný znalecký závěr. Z hlediska trestněprávního je rovněž důležité, že znalci je nutné prokázat úmysl zkreslit znalecký osudek.

Vyjma veřejnoprávní odpovědnosti nese znalec i odpovědnost soukromoprávní, a to vůči hlavnímu akcionáři.

Z ustanovení § 183j odst. 6 ObchZ totiž plyne, že náklady na pořízení znaleckého posudku nese hlavní akcionář. Lze tedy soudit, že hlavní akcionář je objednatelem znaleckého posudku. V takovém případě však mezi hlavním akcionářem a znalcem vzniká závazkový právní vztah. Obsahem tohoto vztahu je povinnost znalce zpracovat (řádně) znalecký posudek a tomu odpovídající povinnost hlavního akcionáře uhradit znalci odměnu za zpracování znaleckého posudku.

Pokud znalec nezpracuje znalecký posudek řádně, nesplnil (tj. porušil) svůj závazek a odpovídá hlavnímu akcionáři za škodu, kterou mu tím způsobil. K řádnému nesplnění závazku dojde především tehdy, pokud ČNB vyhodnotí znalecký posudek jako nevyhovující a hlavní akcionář musí (chce-li výkup uskutečnit) zajistit nový znalecký posudek. V další rovině lze uvažovat i situaci, kdy v soudním řízení vyjde najevo, že protiplnění založené na znaleckém posudku není přiměřené.

---

<sup>69</sup> O spáchání uvedeného trestného činu lze však hovořit pouze v případě, jsou-li splněny materiální i formální stránky trestného činu. Z hlediska formální stránky trestného činu je pak podstatné, že znalci musí být prokázán úmysl podat „nepravdivý, hrubě zkreslený nebo neúplný znalecký posudek“.

Ve shora uvedených případech se může hlavní akcionář domáhat vrácení odměny za znalecký posudek nebo se domáhat opravy znaleckého posudku. Jako další nároky může hlavní akcionář uplatnit vůči znalci náhradu škody, kterou jsou dodatečné náklady na nový znalecký posudek nebo náklady spojené se soudním řízením, které vyústilo v povinnost hlavního akcionáře poskytnout vyšší protiplnění.

Při posuzování odpovědnostních vztahů mezi znalcem a hlavním akcionářem však vyvstává jedna otázka. Pro uskutečnění vytlačení musí být vždy vydáno souhlasné rozhodnutí ČNB. Pokud by však ČNB shledala znalecký posudek nesprávný, neměla by udělit souhlas podle § 183i odst. 5 ObchZ.<sup>70</sup> Rozhodnutí ČNB je přitom vždy založeno i na přezkoumání znaleckého posudku.

V takové situaci by se hlavní akcionář mohl zřejmě domáhat náhrady škody (v podobě nákladů soudního řízení) vůči znalci i vůči ČNB. Odpovědnost znalce za škodu by byla posuzována podle obecných (civilistických) pravidel pro náhradu škody, zatímco ve vztahu k ČNB by způsobená škoda byla posuzována podle zákona č. 82/1998 Sb., o náhradě škody způsobené nesprávným úředním postupem nebo rozhodnutím.

Ve vztahu k soudnímu řízení, ve kterém soud konstatuje „nepřiměřenost“ navrženého protiplnění, však platí, že hlavní akcionář nemůže po znalci vymáhat škodu ve výši rozdílu mezi původně navrženým protiplněním a protiplněním novým.

V případě nižšího protiplnění se totiž hlavní akcionář *de iure* pokoušel bezdůvodně obohatit na úkor vytlačovaných akcionářů. Škodou způsobenou znalcem proto nemůže být výše rozdílu mezi původně nabízenou výší protiplnění a soudem určenou (novou) výší přiměřeného protiplnění.

Pokud totiž soud rozhodne, že hlavním akcionářem nabízené protiplnění bylo nepřiměřené, implicitně tím zároveň konstatuje, že hlavní akcionář nesplnil povinnost poskytnout menšinovým akcionářům přiměřené protiplnění.

Výsledkem soudního řízení je tedy zjištění, že hlavní akcionář nesplnil řádně zákonnou povinnost.

---

<sup>70</sup> Za předpokladu, že výše protiplnění nabízená hlavním akcionářem se nijak zásadně neodchylovala od ceny uvedené ve znaleckém posudku ve prospěch menšinových akcionářů.



Ohledně odpovědnosti znalce lze tedy uzavřít, že je nositelem veřejnoprávní i soukromoprávní odpovědnosti za kvalitu jím zpracovaného posudku. V praxi však může vymáhání odpovědnosti narážet na skutečnost, že znalecký posudek je vždy nutně deformován subjektivním vyhodnocením příslušných ekonomických ukazatelů.

#### **2.2.10. *Rozhodování valné hromady o přechodu účastnických cenných papírů***

K přijetí usnesení o schválení návrhu vytlačení se vyžaduje souhlas alespoň 90 % hlasů všech vlastníků těch účastnických cenných papírů, s nimiž je spojeno právo účasti na valné hromadě. Přesně příslušné ustanovení (§ 183i odst. 2 ObchZ) hovoří o devíti desetinách hlasů „*všech vlastníků účastnických cenných papírů*“.

Takto vyjádřená formulace by snadno mohla vést k mylnému závěru, že s každým účastnickým cenným papírem je spojeno hlasovací právo. Jak však bylo rozvedeno v části věnované hlavnímu akcionáři, je takový závěr neudržitelný. Má-li zmíněné ustanovení dávat smysl, je třeba jej vykládat v tom směru, že se zohledňují jen hlasy spojené s těmi účastnickými cennými papíry, které dle zákona a stanov společnosti mají hlasovací právo.

Usnesení, kterým valná hromada rozhodne o přechodu účastnických cenných papírů na hlavního akcionáře, výrazným způsobem zasahuje do právní sféry minoritních akcionářů. Vedle postupu podle § 183k ObchZ se jedná o poslední úkon, jehož právní konformitu lze nárokově přezkoumat v soudním řízení.

Nástrojem k tomuto přezkumu je návrh na vyslovení neplatnosti usnesení valné hromady společnosti postupem podle § 183 ObchZ ve spojení s ustanovením § 131 ObchZ. Tato tzv. akcionářská žaloba je poměrně mocný nástroj ochrany menšinových akcionářů.

V případě obratně vedené argumentace se totiž menšinový akcionář může pokusit přesvědčit soud, že k přijetí usnesení došlo pouze v důsledku zneužití většiny hlasů ve společnosti.<sup>71</sup> V závislosti na okolnostech (a argumentaci) lze takové jednání interpretovat jako nezákonné (porušuje totiž § 56a ObchZ).

---

<sup>71</sup> Vycházím z předpokladu řádné usnášéníschopnosti valné hromady a řádného splnění ostatních podmínek pro přijetí předmětného usnesení (zejména byl vydán souhlas ČNB).

Pokud by se soud ztotožnil z argumentací žalobce, prohlásil by usnesení valné hromady za neplatné.

Právním důsledkem takového soudního výroku by bylo, že odpadl právní důvod pro přechod vlastnického práva k cenným papírům na hlavního akcionáře. Pokud by v mezidobí (tj. mezi přijetím usnesení a jeho pravomocným prohlášením za neplatné) vyplatil hlavní akcionář menšinovým akcionářům (dosavadním vlastníkům těchto akcií) protiplnění, byla by tím konstituována situace, kdy hlavní akcionář je pouze držitelem (nikoli však vlastníkem) akcií. Dále by měl hlavní akcionář pohledávku na vydání bezdůvodného obohacení (tj. vrácení vyplaceného protiplnění) vůči dosavadním vlastníkům akcií.<sup>72</sup>

V souvislosti s výše uvedeným je však třeba poznamenat, že podání návrhu na vyslovení neplatnosti usnesení valné hromady může oddálit výplatu protiplnění. Podle § 183m odst. 3 ObchZ totiž poskytne obchodník s cennými papíry oprávněným osobám protiplnění bez zbytečného odkladu po splnění podmínek uvedených v § 183m odst. 2 ObchZ (tj. předání listinných akcií, změna zápisu v evidenci zaknihovaných akcií). Právě podání žaloby na určení může být rozumným důvodem pro odklad výplaty. Do rozhodnutí soudu o žalobě zůstává totiž nejisté, zda právní důvod k poskytnutí plnění skutečně existuje.

### **2.3. VEŘEJNOPRÁVNÍ KONTROLA VÝKUPU PROSTŘEDNICTVÍM ČNB**

Prvním garantem ochrany práv minoritních akcionářů (zejména pokud jde o právo na přiměřené protiplnění) by měla být ČNB. V souladu s ustanovením § 183i odst. 5 ObchZ je totiž nezbytnou podmínkou k realizaci výkupu získání předchozího souhlasu ČNB.

---

<sup>72</sup> V této souvislosti vzniká otázka, zda by se na vypořádání mezi hlavním akcionářem a ostatními akcionáři měla použít úprava vypořádání plnění z neplatné nebo zrušené smlouvy podle § 457 ObčZ. Podle tohoto ustanovení platí, že je-li smlouva neplatná nebo byla-li zrušena, je každý z účastníků povinen vrátit druhému vše, co podle ní dostal. Vzhledem k tomu, že občanský zákoník neupravuje vypořádání v případě, že odpadne právní důvod pro vzájemné plnění představovaný jinou právní skutečností než smlouvou (v daném případě usnesením valné hromady), je podle mého názoru výše uvedená úprava vypořádání vzájemných plnění podle neplatné nebo zrušené smlouvy aplikovatelná analogicky.

Obsahem souhlasu je přivolení správního orgánu k tomu, aby valná hromada cílové společnosti přijala rozhodnutí o přechodu práv k účastnickým cenným papírům na hlavního akcionáře. Bez tohoto souhlasu nemůže být zmíněné usnesení platně přijato.

Získání souhlasu ČNB je tedy nezbytnou podmínkou pro uskutečnění výkupu. Do zdánlivě ryze soukromoprávního vztahu mezi dvěma rovnými subjekty (hlavní akcionář a menšinoví akcionáři) tím vstupuje veřejná moc.

Obligaturní účast veřejnoprávního subjektu (ČNB) v procesu výkupu znamená, že veřejná moc (stát) se podílí na vyvlastňovacím procesu a přebírá tím odpovědnost za jeho právně konformní průběh.

Účast ČNB v procesu výkupu by měla přispět ke zvýšení ochrany práv minoritních akcionářů. Tento závěr plyne ze skutečnosti, že ČNB se při udělení souhlasu zaměřuje především na výši přiměřeného protiplnění, které má být poskytnuto menšinovým akcionářům. Otázkou ovšem zůstává, zda tomu tak skutečně je. Tím se zaobírám v následující části textu.

#### **2.3.1.1. Správní řízení před ČNB**

Souhlas s přijetím usnesení valné hromady vydává ČNB<sup>73</sup> ve správním řízení.<sup>74</sup> Souhlasem ČNB se terminologií správního práva rozumí správní akt (rozhodnutí), kterým se završuje správní řízení. V tomto řízení vystupuje ČNB v roli správního orgánu,<sup>75</sup> jako nositel a vykonavatel veřejné (státní moci) moci. Na rozhodovací činnost ČNB se proto v plném rozsahu vztahují ta ustanovení Ústavy a LZPS, které výkon veřejné moci regulují.<sup>76</sup>

Předmět správního řízení, které vede ČNB, je vymezen v ustanovení § 183i odst. 5 ObchZ. Podle tohoto ustanovení je předmětem správní činnosti ČNB přezkum, zda je výše nabízeného protiplnění přiměřená hodnotě účastnických cenných papírů. Pokud ČNB shledá navrženou výši protiplnění přiměřenou, vydá o tom správní rozhodnutí. Toto rozhodnutí, ne starší než tři měsíce, musí

---

<sup>73</sup> V hlediska vnitřního uspořádání ČNB realizuje vedení správního řízení Sekce regulace a dohledu nad kapitálovým trhem.

<sup>74</sup> Srov. ustanovení § 6 odst. 1 ZoDKT.

<sup>75</sup> Terminologií správního řádu se jedná o tzv. „jiný orgán“, srov. § 1 odst. 1 správního řádu.

<sup>76</sup> Především je ČNB povinna vykonávat veřejnou moc jen na základě zákona a v jeho mezích.

být vydáno před tím, než valná hromada rozhodne o převodu účastnických cenných papírů na hlavního akcionáře.

Rozhodnutí ČNB (souhlas) podstatně zasahuje do práv a oprávněných zájmů menšinových akcionářů. Toto rozhodnutí totiž *de facto* predeterminuje výši přiměřeného protiplnění, kterého se menšinovým akcionářům dostane za jim vyvlastněné akcie. V této souvislosti je nutné zhodnotit, zda je ČNB fakticky schopna zájmy menšinových akcionářů ochránit.

Z dostupných údajů vyplývá, že ČNB v poměrně značném počtu provedených řízení souhlas neudělila. V roce 2005 vedla ČNB<sup>77</sup> celkem 33 správních řízení o udělení souhlasu. Z tohoto počtu byl udělen souhlas pouze ve 14 případech. V 18 případech ČNB souhlas neudělila a v jednom případě bylo správní řízení zastaveno z důvodu zpětvzetí žádosti.<sup>78</sup>

V roce 2006 vedla ČNB celkem 79 správních řízení o udělení souhlasu. Z tohoto počtu byl udělen souhlas v 52 případech (zpravidla však až po předchozí výzvě k doplnění žádosti). V 22 případech souhlas udělen nebyl, a to ani poté, co byl proti tomuto rozhodnutí podán rozklad. V 5 případech bylo správní řízení zastaveno z důvodu zpětvzetí žádosti.<sup>79</sup>

Dostupné statistické údaje sice přesně neuvádějí důvody pro neudělení souhlasu, ty lze však snadno dovodit. Podle ustanovení § 183i odst. 5 ObchZ posuzuje ČNB v řízení, *zda je výše protiplnění přiměřená hodnotě účastnických cenných papírů*. Lze se tedy oprávněně domnívat, že pokud ČNB souhlas neudělila, byla hlavním důvodem k odepření souhlasu nepřiměřená (tj. nízká) výše navrhovaného protiplnění.

Uvedené statistické údaje dále naznačují, že hlavní akcionář se v mnoha případech snažil odepřít „vytlačovaným“ akcionářům spravedlivé protiplnění. I v těch případech, kdy ČNB souhlas udělila, však nelze s určitostí tvrdit, že že nabízené protiplnění bylo skutečně přiměřené.

---

<sup>77</sup> Respektive do 31. března 2006 Komise pro cenné papíry, která do té doby vykonávala dohled nad kapitálovým trhem. Počínaje dnem 1. dubna 2006 přešla působnost Komise pro cenné papíry na ČNB, a to nabytím účinnosti zákona č. 57/2006 Sb., o změně zákonů v souvislosti se sjednocením dohledu nad finančním trhem.

<sup>78</sup> Zpráva o situaci na českém kapitálovém trhu za rok 2005 (vydala ČNB).

<sup>79</sup> Zpráva o situaci na českém kapitálovém trhu za rok 2006 (vydala ČNB).

Předmětná správní řízení totiž probíhala bez účasti menšinových akcionářů (viz dále), což mohlo výrazně deformovat jejich výsledek.

K povaze předmětného správního řízení lze ještě doplnit, že se jedná o tzv. „nepravé“ dvoustupňové řízení. Formálně je sice rozhodnutí ČNB přezkoumatelné v odvolacím řízení (na základě rozkladu), fakticky však o rozkladu rozhoduje opět ČNB, a to prostřednictvím bankovní rady ČNB (nejvyšší řídicí orgán ČNB). Takové odvolací řízení pochopitelně plní svůj účel jen částečně.

Účelem odvolacího řízení totiž je, aby správnost v prvním stupni vydaného rozhodnutí byla přezkoumána správním orgánem odlišným od orgánu, který rozhodnutí vydal. Jen tak lze zajistit nezávislé prověření správnosti postupu prvoinstančního orgánu.

Význam odvolacího řízení pak pochopitelně oslabuje, pokud o odvolání (resp. rozkladu) rozhoduje institucionálně totožný subjekt, který rozhodnutí vydal. Podstatnějším nedostatkem správního řízení je však shora zmíněné odpírání účastenství menšinovým akcionářům.

#### **2.3.1.2. Přezkoumání znaleckého posudku ve správním řízení**

Těžiště správního řízení před ČNB spočívá v přezkoumání, zda hlavním akcionářem navržená výše protiplnění je přiměřená hodnotě účastnických cenných papírů. V této souvislosti se ČNB zaobírá především předloženým znaleckým posudkem.

Toto přezkoumání je ve své podstatě správním uvážením, jehož hranice jsou vymezeny textem právní normy a zásadou materiální pravdy. Z textu ustanovení § 183i odst. 5 ObchZ plyne, že (i) ČNB je povinna přihlédnout k tomu, že vlastník účastnických cenných papírů je zbaven volby, zda a kde převede účastnické cenné papíry, a (ii) v pochybnostech je ČNB povinna přihlédnout k zájmům vlastníků účastnických cenných papírů. Tato pravidla mino jiné i prokazují, že ve správním řízení je ČNB povinna hájit zájmy minoritních akcionářů.

Již citovaný § 183i odst. 5 ObchZ stanoví, že výše protiplnění za vyvlastněné cenné papíry musí být přiměřená jejich hodnotě. Přiměřenost výše protiplnění

je ze strany hlavního akcionáře nutno doložit posudkem znalce. Samotná existence takového posudku však nutně neznamená, že v něm uvedená výše protiplnění je skutečně přiměřená.

Nelze totiž vyloučit, že „spřátelený“ znalec (kterého si hlavní akcionář může zvolit zcela libovolně, bez ingerence soudu), v rámci svého uvážení doloží posudkem i „přiměřenost“ takového protiplnění, které je objektivně nepřiměřené. To je ostatně důvod, proč posouzení navrhované výše protiplnění zákon (§ 183i odst. 5 ObchZ) svěřuje ČNB.

Správní řízení před ČNB je dále podle § 3 SprŘ ovládáno zásadou materiální pravdy. V souladu s touto zásadou je povinností ČNB zjistit takový stav věci, o kterém nejsou důvodné pochybnosti. Za tímto účelem je ČNB povinna opatřit si potřebné doklady pro rozhodnutí. Je otázkou, zda znalecký posudek předložený hlavním akcionářem je dostatečným podkladem pro předmětné správní řízení.

Jak bylo výše uvedeno, je povinností ČNB dbát ochrany zájmů menšinových akcionářů. Důsledné rozvedení této povinnosti však znamená, že ČNB by v žádném případě neměla rozhodovat pouze na základě znaleckého posudku, který předloží hlavní akcionář (zejména pak v případě, kdy odpírá menšinovým akcionářům účast v řízení).

Zájmem hlavního akcionáře je totiž poskytnout minimální protiplnění a je proto jeho zájmem i předložit takový znalecký posudek, který tento zájem zohledňuje. S ohledem na dříve uvedený vztah mezi hlavním akcionářem a znalcem je přitom předvídatelné, že znalecký posudek bude zájmy hlavního akcionáře maximálně zohledňovat.

Již citovaný § 183i odst. 5 ObchZ stanoví, že výše protiplnění za vyvlastněné cenné papíry musí být přiměřená jejich hodnotě. Přiměřenost ceny je ze strany hlavního akcionáře nutno doložit posudkem znalce. Samotná existence takového posudku však nutně neznamená, že v něm uvedená cena je skutečně cenou přiměřenou.

Nelze totiž vyloučit, že „spřátelený“ znalec (kterého si hlavní akcionář může zvolit zcela libovolně, bez ingerence soudu), v rámci svého uvážení doloží posudkem i „přiměřenost“ ceny objektivně nepřiměřené. To je ostatně důvod,

proč posouzení navrhované výše protiplnění zákon (§ 183i odst. 5 ObchZ) svěřuje ČNB.

Správní řízení před ČNB je podle § 3 SprŘ ovládáno modifikovanou zásadou materiální (objektivní) pravdy. V souladu s touto zásadou je proto povinností ČNB zjistit takový stav věci, o kterém nejsou důvodné pochybnosti. Tímto stavem nemůže být řízení založené na podkladech poskytnutých výhradně hlavním akcionářem. Takový postup je dle mého názoru v rozporu se zásadou materiální pravdy. Této zásadě by naopak odpovídal postup, při kterém by si ČNB obstarala vlastní znalecký posudek.

Pokud ČNB dospěje k závěru, že nabízená výše protiplnění neodpovídá hodnotě účastnických cenných papírů, může hlavního akcionáře vyzvat, aby ve lhůtě 15 pracovních dnů změnil navržené protiplnění.<sup>80</sup> K tomuto závěru ČNB dospěje zpravidla tehdy, pokud má pochybnosti o správnosti znaleckého posudku.<sup>81</sup>

### 2.3.1.3. Účastenství ve správním řízení před ČNB

V souvislosti s výše uvedeným účelem správního řízení vyvstává otázka, kdo má být účastníkem správního řízení, ve kterém má ČNB udělit souhlas. V praxi považuje ČNB za jediného účastníka správního řízení pouze hlavního akcionáře.<sup>82</sup> Tento postup opírá ČNB i o znění ustanovení § 183i odst. 5 ObchZ, kde je stanoveno, že „*účastníkem řízení je hlavní akcionář*“.

Takové vymezení účastníka považuji za nesprávné. Předně takto vymezený (resp. zúžený) okruh účastníků nerespektuje účel předmětného správního řízení, ani okruh dotčených osob. Dále jsem názoru, že ani samotné normativní znění citovaného § 183i odst. 5 ObchZ nevylučuje, aby účastníkem správního řízení byly i jiné osoby, než pouze hlavní akcionář.

---

<sup>80</sup> Srov. § 183i odst. 5 za použití § 183e odst. 8 ObchZ.

<sup>81</sup> Nepředpokládám totiž, že by hlavní akcionář navrhl výši protiplnění, která by se výrazně odchylovala od znaleckého posudku.

<sup>82</sup> Srov. Stanovisko Komise pro cenné papíry č. STAN/13/2005 ze dne 9. listopadu 2005 (na toto procesní vymezení navázala i ČNB): „*Ustanovení § 183i odst. 5 obchodního zákoníku proto – možná nadbytečně – vymezuje jediného účastníka řízení o udělení souhlasu s vytěsněním*“ (zvýraznění doplněno).

Pokud jde o znění normativního textu, považuji přinejmenším za sporné, že by věta „*účastníkem řízení je hlavní akcionář*“ sama o sobě vylučovala účastenství jiných osob. K tomuto závěru mě vede především zjištění, že v jiných právních předpisech zákonodárce vyjádřil zájem redukovat počet účastníků pouze na jednoho pojmem „*pouze*“.<sup>83</sup> Tím dal zákonodárce adresátům právní normy přesně najevo, jaký je okruh účastníků.

Zákonnost rozhodnutí správního orgánu je zásadně ovlivněna řádným vymezením účastníků správního řízení. Je tomu tak proto, že účelem správního řízení je vydání rozhodnutí, kterým se zakládají, mění nebo ruší práva anebo povinnosti jmenovitě určené osoby.<sup>84</sup>

Pro určení subjektu, který má v konkrétním správním řízení postavení účastníka řízení, uvádí správní řád několik vodítek. Jejich pomocí lze vymezit tři kategorie účastníků řízení.

První kategorie zahrnuje osobu žadatele (tj. osobu, která se žádostí domáhá vydáním rozhodnutí) a jiné další dotčené osoby. Další kategorií správního řízení jsou pak tzv. dotčené osoby. Těmi zákon rozumí osoby, které mohou být rozhodnutím přímo dotčeny ve svých právech nebo povinnostech. Poslední kategorii účastníků pak zahrnují osoby, o nichž to stanoví zvláštní zákon.

Z povahy správního rozhodnutí o udělení souhlasu je zřejmé, že tímto rozhodnutím budou dotčeni i menšinoví akcionáři a jejich práva. Právem menšinového akcionáře je právo na poskytnutí přiměřeného protiplnění. Určení přiměřeného protiplnění je přitom podstatou souhlasu uděleného ve správním řízení. Rozhodnutí ČNB tedy přímo determinuje cenu, za kterou budou minoritní akcionáři zbaveni svých akcií.

Právě institut účastenství v předmětném správním řízení zajišťuje, aby i menšinový akcionář sám mohl přímo aktivně bránit svá práva a právem chráněné zájmy a nebyl pouhým pasivním divákem procesu, jehož výsledek přímo ovlivňuje jeho práva a právem chráněné zájmy.

---

<sup>83</sup> Srov. např. ustanovení § 138 odst. 3 stavebního zákona. „*Účastníkem řízení je pouze žadatel*“; ustanovení § 104 odst. 2 ZPKT „*účastníkem správního řízení je pouze centrální depozitář*“ nebo § 25 odst. 1 zákona č. 231/2001 Sb., o provozování rozhlasového a televizního vysílání „*Účastníkem řízení je pouze žadatel o licenci*“.

<sup>84</sup> Srov. ustanovení § 9 správního řádu.



Všichni účastníci řízení mají ve správním řízení rovná procesní práva (§ 7 SprŘ), tedy mj. právo navrhnout důkazy a jejich doplnění a klást znalcům otázky (§ 36 odst. 1 SprŘ), vyjádřit se před rozhodnutím správního orgánu k podkladu tohoto rozhodnutí i ke způsobu jeho zjištění (§ 36 odst. 3 SprŘ), právo na doručení písemného vyhotovení rozhodnutí (§ 72 odst. 1 SprŘ), právo podat proti prvoinstančnímu rozhodnutí opravný prostředek (§ 87 odst. 1 SprŘ) a další.

Pokud je však menšinovým akcionářům odpírána účast ve správním řízení, nemohou tito akcionáři aktivně chránit svá práva a právem chráněné zájmy. S ohledem na shora uvedené je proto zřejmé, že menšinová akcionáři jsou ve smyslu § 27 správního řádu účastníky řízení o udělení souhlasu s přijetím usnesení valné hromady o přechodu všech ostatních účastnických cenných papírů na osobu hlavního akcionáře.

Odpírání účastenství menšinovým akcionářům vede k tomu, že správní řízení pře ČNB probíhá v hrubém rozporu se správním řádem i se článkem 36 odst. 1 *in fine* LZPS.

#### **2.3.1.4.    *Kontrola prostředky správního soudnictví***

Obvyklým principem právního státu je soudní kontrola rozhodovací činnosti správních orgánů. Této kontrole podléhá i rozhodování ČNB v řízení o udělení souhlasu.

Podstatou této kontroly je právem přiznaná možnost obrátit se na soud s návrhem na přezkoumání správnosti a zákonnosti správního aktu. Tato možnost je zpravidla podmíněna tím, že navrhovatel ve správním řízení plně využil veškerých opravných prostředků.

V návaznosti na shora uvedený výklad ohledně účastenství musí proto menšinový akcionář nejprve důsledně využít veškeré prostředky, které k ochraně jeho práv nabízí správní řád, zejména se aktivně domáhat účastenství ve správním řízení. Jen tak si totiž menšinový akcionář připraví procesní pozici pro přezkoumání správního rozhodnutí v řízení před soudem.

Pokud tedy menšinový akcionář hodlá k ochraně svých práv využít prostředky správního soudnictví, musí nejprve vyčerpat prostředky k nápravě podle

správního řádu. Zjednodušeně řečeno, menšinový akcionář musí v řízení před ČNB důsledně vystupovat jako jeho účastník, bez ohledu na to, jak k němu ČNB procesně přistupuje. Zejména se tedy musí domáhat účastenství, podávat návrhy a odvolání. Tím si vytvoří předpoklady pro podání žaloby.

V rámci podané žaloby by soud zaobíral i otázkou, zda správní orgán vymezil správně a řádně účastníky řízení, tj. soud se vypořádá i s otázkou, zda menšinový akcionář je účastníkem řízení o udělení souhlasu.

Je otázkou, zda podaná žaloba bude řešena v režimu správní soudnictví podle SŘS nebo se bude jednat o přezkum správního rozhodnutí podle části páté (§ 244 a násl.) OSŘ. Osobně se domnívám, že udělení souhlasu je rozhodnutím, jehož soudní přezkum se řídí SŘS.

#### **2.4. SOUKROMOPRÁVNÍ NÁSTROJE OCHRANY PRÁV MENŠINOVÝCH AKCIONÁŘŮ**

Veřejnoprávní nástroje ochrany práv menšinových akcionářů jsou doplněny v případě práva výkupu i prostředky soukromoprávními. Jejich podstatou je možnost domáhat se před soudem ochrany před zásahem do vlastnického práva, resp. do práv souvisejících s realizací výkupu (např. právo na přiměřené protiplnění).

##### **2.4.1. *Vlastnická a majetková práva a jejich ochrana***

Ochrana majetkových práv je součástí katalogu lidských práv, a to i na mezinárodní úrovni. Jmenovat lze např. Všeobecnou deklaraci lidských práv ze dne 12. prosince 1948, která byla přijata Valným shromážděním OSN. Tento dokument vyhláší v čl. 17, že „Každý má právo vlastnit majetek jak sám, tak spolu s jinými“ a „Nikdo nesmí být svévolně zbaven svého majetku.“<sup>85</sup>

Ochrana majetkových práv je rovněž v těžišti každého moderního právního řádu. V českém právním řádu je ochrana majetkových (tj. i vlastnických práv) upravena na úrovni norem ústavního práva, které jsou pak podrobněji rozvedeny v předpisech nižší právní síly.

---

<sup>85</sup> Deklarace je právně nezávazným dokumentem (nejde o mezinárodní smlouvu), její politická autorita je však uznávána na celém světě. Výročí jejího přijetí se každoročně slaví jako Den lidských práv. OSN deklaraci přijalo jako rezoluci č. 217/III.A

Vlastnické právo je tedy jedním ze základních lidských práv. Právě s ohledem na význam tohoto práva se jeho ochrana prolíná celým právním řádem ČR. Národní právní řád zaručuje ochranu vlastnického práva na několika úrovních. Z hlediska hierarchie právních norem lze rozlišovat ochranu ústavními normami a ochranu normami „obyčejného“ práva. Dále je možné rozlišovat ochranu normami veřejného práva a normami soukromého práva.

Pokud jde o ochranu na konstitucionální úrovni, je nutné zmínit především čl. 11 odst. 1 LZPS. Podle tohoto ustanovení má každý právo vlastnit majetek a zároveň je zde normováno, že vlastnické právo všech vlastníků má stejný zákonný obsah a ochranu. Zde je vhodné zmínit, že z pohledu Ústavního soudu ČR je ochrana vlastnictví a respekt k němu jedním ze základních postulátů právního státu.<sup>86</sup>

Základní ochrana vlastnického práva na konstitucionální úrovni je podrobněji rozvedena v předpisech „obyčejného“ práva. Podle § 124 ObčZ mají všichni vlastníci stejná práva a povinnosti a poskytuje se jim stejná ochrana. Zároveň podle ustanovení § 126 odst. 1 ObčZ má vlastník právo na ochranu proti tomu, kdo do jeho práva neoprávněně zasahuje.

Z hlediska rozdělení právních oblastí na soukromoprávní a veřejnoprávní platí, že ochrana soukromoprávní je vyhrazena především předpisům práva občanského, zatímco ochrana veřejnoprávní plyne ze zvláštních skutkových podstat trestných činů nebo správních deliktů. Chráněným objektem těchto skutkových podstat je právě vlastnické právo.

#### **2.4.2.      *Povaha práva k cenným papírům***

Cenný papír byl ve své původní podstatě hmotný substrát, který byl nositelem nějakého práva. Určité právo bylo tedy ztělesněno cenným papírem a bez tohoto nosiče neexistovalo. Vývojem došlo k tomu, že práva zachycená na nosiči byla dematerializována, a to do podoby zaknihovaných cenných papírů.

---

<sup>86</sup> Srov. nález Ústavního soudu ČR ze dne 13. ledna 1999, sp. zn. III. ÚS 462/98: „*Ochrana vlastnictví a respekt k němu, s nimiž je posouzení projednávané ústavní stížnosti úzce spojeno, bez ohledu na druh a povahu subjektu, jemuž vlastnické právo svědčí, jsou jedním ze základních postulátů (znaků) demokratického a právního státu...“*.,

I dematerializované cenné papíry jsou však předmětem vlastnického práva, což zákonodárce vyjadřuje důsledným používáním pojmu „vlastník“ cenného papíru, bez ohledu na jeho podobu.

### **2.4.3.      *Konstitucionální aspekty vlastnického práva***

Základní myšlenkou této diplomové práce je, že výkup účastnických cenných papírů je vyvlastněním ve smyslu čl. 11 LZPS. Jedná se totiž o nucené zbavení vlastnického práva ve prospěch třetí osoby.

V odborné literatuře lze však zaznamenat i názory, že v případě výkupu účastnických cenných papírů nelze o vyvlastnění hovořit.<sup>87</sup> Podstatou těchto názorů je tvrzení, že o vyvlastnění lze hovořit jen tehdy, pokud je mezi vyvlastňovaným a vyvlastňovatelem vertikální vztah. Typickým příkladem takového vztah je vztah stát versus občan.

Pokud je však mezi subjekty vztah souřadný (občan versus občan), nelze hovořit o vyvlastnění, neboť zde chybí mocenský prvek nadřazenosti, jak je tomu v případě vztahu vertikálního.

Vyústěním tohoto názoru je pak závěr, že výkup účastnických cenných papírů nelze poměřovat pravidly platnými pro vyvlastnění.

Tento závěr považuji za nesprávný. Pro označení určitého procesu za vyvlastnění není totiž nezbytně nutné, aby mezi účastníky vyvlastnění byl vertikální vztah mocenské nadřazenosti. Za určující totiž považuji to, že k odejmutí vlastnického práva dochází bez ohledu na vůli osoby, jejíž majetek je vyvlastňován.

Samotná okolnost, že k odebrání vlastnického práva (k cenným papírům) dochází bez souhlasu jejich vlastníků, je podle mého názoru dostatečným důvodem pro použití pojmu vyvlastnění.

Nadto je třeba zdůraznit, že v procesu výkupu státní moc přítomna je. Projevuje se právě v ingerenci ČNB do procesu výkupu. Bez souhlasu ČNB (tj. státní moci) není přitom možné realizovat výkup účastnických cenných papírů. Státní moc tedy k vyvlastnění *de iure* uděluje souhlas.

---

<sup>87</sup> *Havel B.:* Vyvlastnění, vytlačení akcionářů a ústavnost. *Právní rozhledy*, 2006, č. 6.

#### 2.4.4. Soudní ochrana „vytlačených“ akcionářů

Právní úprava výkupu zahrnuje i prostředky soudní ochrany „vytlačených“ menšinových akcionářů. Soudní ochrany požívá především právo menšinového akcionáře na vyplacení přiměřeného protiplnění. Dalším významným nástrojem právní ochrany je právo menšinového akcionáře domáhat se vyslovení neplatnosti usnesení valné hromady.<sup>88</sup>

V souvislosti s tématem diplomové práce jsem se věnoval otázce, zda je výše naznačená soudní ochrana dostatečná. I zde bohužel dospívám k závěru, že soudní ochrana je spíše formální, a osobám, jejichž majetek je vyvlastňován, neposkytuje dostatečnou a efektivní záruku ochrany jejich práv.

Zákonnou oporou pro podání žaloby o přezkoumání přiměřenosti protiplnění je ustanovení § 183k odst. 1 ObchZ. V souladu s tímto ustanovením se dotčení vlastníci účastnických cenných papírů mohou u soudu domáhat, aby *přezkoumal přiměřenost protiplnění*.

Podání takové žaloby je vázáno na poměrně krátkou preklusivní lhůtě jednoho měsíce. Lhůta počíná běžet ode dne zveřejnění zápisu usnesení valné hromady, která o přechodu rozhodla.<sup>89</sup>

V souvislosti s touto žalobou se nabízí několik praktických otázek. Předně je nutné vypořádat se s vymezením účastníků soudního řízení, dále je nutné určit místně a věcně příslušný soud a správně vymezit petit žaloby.

V rámci vymezení účastníků řízení je nutno se zaměřit i na otázku aktivní a pasivní věcné legitimace. V souladu s ustanovením § 183k ObchZ svědčí aktivní legitimace bezpochyby *vlastníkům účastnických cenných papírů*. Z povahy věci plyne, že se těmito vlastníky rozumí osoby odlišné od hlavního akcionáře.

Poněkud komplikovanější je určení osob, jimž svědčí pasivní legitimace v takovém řízení. Nebude asi sporu o tom, že pasivní legitimace svědčí

---

<sup>88</sup> Tento nástroj právní ochrany je pojednán v části věnované rozhodování valné hromady o výkupu.

<sup>89</sup> Podle ustanovení § 769 ObchZ je povinnost zveřejnit údaje stanovené obchodním zákoníkem splněna jejich zveřejněním v Obchodním věstníku.

především hlavnímu akcionáři. Tomu totiž v případě, že soud žalobě vyhová, vznikne povinnost vyplatit jinou výši protiplnění (srov. § 183k odst. 3 ObchZ).

Domnívám se ovšem, že účastníkem řízení na straně žalované má být i sama společnost.<sup>90</sup> Tento závěr opírám především o znění normativního textu ustanovení § 183k odst. 3 ObchZ. Z tam uvedeného textu plyne, že soudní rozhodnutí, kterým se přiznává právo na jinou výši protiplnění, je závazné pro hlavního akcionáře i pro samotnou společnost. Soudní rozhodnutí se tedy bezprostředně dotkne i právních poměrů ve společnosti tím, že dojde ke změně rozhodnutí nejvyššího orgánu společnosti.

Domnívám se proto, že je-li soudní rozhodnutí závazné i pro společnost, měla by společnost disponovat takovými procesními právy, aby se mohla kvalifikovaně podílet na průběhu takového řízení, v němž bude vydáno pro ni závazné rozhodnutí.

Pokud jde o věcnou a místní příslušnost, není sporu, že je dána příslušnost krajského soudu. Ohledně místní příslušnosti považuji za sporné, zda se tato řídí sídlem nebo bydlištěm hlavního akcionáře nebo sídlem společnosti.

V případě předmětné žaloby se zřejmě jedná o věc uvedenou v § 9 odst. 3 písm. g) OSŘ.<sup>91</sup> V takovém případě se jedná o řízení podle § 200e OSŘ. S ohledem na nejasné účastenství společnosti je však sporné, zda ve shodě s ustanovením § 200e OSŘ lze uvažovat o místní příslušnosti rejstříkového soudu společnosti. Nelze tedy vyloučit, že místně příslušný bude krajský soud podle bydliště nebo sídla hlavního akcionáře.<sup>92</sup>

Vedle sporné otázky příslušnosti je dalším úskalím i otázka dokazování v takovém řízení. Podle ustanovení § 120 odst. 2 OSŘ je v případě řízení podle § 200e OSŘ soud povinen provést i jiné důkazy potřebné ke zjištění skutkového stavu, než byly účastníky navrhovány. V této otázce nemají jasno ani vyšší soudy.<sup>93</sup>

---

<sup>90</sup> Opačně *Dědič J., Štenglová I., Čech P., Kříž R.*: Akciové společnosti. 6., přepracované vydání. Praha C. H. Beck, 2007, str. 353.

<sup>91</sup> Jde o spory z právních vztahů týkajících se vnitřních poměrů obchodních společností a družstev.

<sup>92</sup> Takové určení místní příslušnosti považuji za vhodnější s ohledem na diskusní účastenství společnosti.

<sup>93</sup> Vrchní soud v Olomouci a Vrchní soud v Praze

Tyto soudy se zabíraly povahou řízení v případě obdobného typu žaloby na protiplnění (podle § 220p ObchZ a §220k ObchZ) a v hodnocení povahy sporů plynoucích ze zmíněných ustanovení se rozešly. Podle Vrchního soudu v Praze se jedná o řízení sporné, kde navrhovatel nese důkazní břemeno ohledně tvrzení o nepřiměřenosti a podle Vrchního soudu v Olomouci se naopak jedná o řízení nesporné ovládané zásadou vyšetřovací.<sup>94</sup>

Konečně poslední otázkou je formulace petitu v případě podání takové žaloby. Není totiž zcela jasné, zda se jedná o žalobu na plnění, na určení nebo jiný typ žaloby. V souladu s ustanovením § 80 OSŘ se lze v soudním řízení domáhat, aby soud rozhodl (i) o osobním stavu, tzv. žaloby statusové, (ii) o splnění povinnosti, tzv. žaloby na plnění a (iii) zda tu právní vztah (právo) je či není, je-li na tom naléhavý právní zájem.

Podle dostupné judikatury se zdá, že právo na přiměřené protiplnění je nutno uplatnit žalobou na plnění dle § 80 písm. b) o. s. ř. směřující k definitivnímu řešení sporné záležitosti. Žalobou dle § 80 písm. c) o. s. ř. na určení nepřiměřenosti vypořádání toto právo, dle názoru odvolacího soudu, uplatnit nelze, a to pro nedostatek naléhavého právního zájmu na tomto určení, právě s ohledem na možnost domoci se dorovnání (do přiměřené výše vyrovnání) v penězích.<sup>95</sup>

Za základní nedostatek stávající procesní úpravy soudní ochrany práv minoritních akcionářů proto považují skutečnost, že neposkytuje soudu ani účastníkům soudního řízení dostatečné informace o povaze řízení. Toto je v rozporu s požadavkem na předvídatelnost práva.

#### **2.4.5. *Squeeze-out a zákaz zneužití většiny hlasů ve společnosti***

Vytlačení menšinových akcionářů je z formálního hlediska důsledkem usnesení valné hromady. Fakticky se však jedná o rozhodnutí majoritního akcionáře, který prosadí na valné hromadě svou vůli jen díky výrazné hlasovací převaze.

---

<sup>94</sup> Nepublikovaná rozhodnutí Vrchního soudu v Olomouci 5 Cmo 164/2005 a Vrchního soudu v Praze 14 Cmo 370/2004.

<sup>95</sup> Srov. usnesení Nejvyššího soudu České republiky sp. zn. 29 Odo 1332/2005 ze dne 7. března 2007.

Takové chování může zakládat podezření ze zneužití většiny hlasů ve společnosti. Takové zneužívající chování je českým právním řádem zakázáno.<sup>96</sup> Důvodem zákazu je právě ochrana menšinových akcionářů. Vyjma tohoto normativního ustanovení lze odkázat i na judikaturu Nejvyššího soudu ČR, který se opakovaně vyslovil v tom smyslu, že zásada ochrany minoritních akcionářů je jednou ze zásad, kterými se řídí právní úprava akciových společností.<sup>97</sup>

Vykoupení účastnických cenných papírů znamená pro menšinové akcionáře nedobrovolné zbavení vlastnického práva k jimi vlastněným cenným papírům. Zároveň je nesporné, že k tomuto zbavení vlastnického práva dochází výhradně díky hlasům většinového akcionáře, který o tomto výkupu rozhodne na valné hromadě společnosti.

Nabízí se proto otázka, zda právě takové rozhodnutí valné hromady není zneužitím většiny hlasů ve společnosti. K řešení této otázky lze přistoupit z několika rovin pohledu.

Předně se lze zaměřit na posouzení, zda každý výkup účastnických cenných papírů nelze z podstaty věci označit za zakázané zneužití většiny hlasů ve společnosti. Za druhé se lze zabírat otázkou, zda ke zneužití většiny hlasů ve společnosti nemůže dojít v případě konkrétního squeeze-out(u).

Pokud jde o první pohled, domnívám se, že chování samo o sobě právně dovolené (byť pouze hlavnímu akcionáři) nemůže být zároveň hodnoceno jako chování zakázané.

Dovoluje-li tedy právní řád přijmout hlavnímu akcionáři takové rozhodnutí, které bude zřejmě v rozporu s vůlí menšinových akcionářů, nemůže být současně takové chování označeno za právně nežádoucí a zakázané.

Domnívám se proto, že samotné prosazení usnesení o přechodu účastnických cenných papírů hlavním akcionářem na valné hromadě nemůže být bez dalšího kvalifikováno jako zneužití většiny hlasů ve společnosti.

---

<sup>96</sup> Ustanovení § 56a odst. 1 ObchZ: „Zneužití většiny, stejně jako menšiny hlasů ve společnosti je zakázáno“.

<sup>97</sup> Srov. rozhodnutí Nejvyššího soudu ČR 1 Odon 88/97 ze dne 17. prosince 1997 nebo rozhodnutí Nejvyššího soudu ČR 32 Cdo 2963/99 ze dne 9. února 2000



V druhém případě však již závěr tak jednoznačný není. V konkrétním případě může totiž hlavní akcionář sledovat ve skutečnosti jiné cíle, než se stát jediným akcionářem společnosti. V odborné literatuře je v této souvislosti uváděn příklad, kdy několik akcionářů dočasně soustředí rozhodující podíl v rukou jediného z nich, vytěsni minoritu a posléze v souladu s předchozím ujednáním opět přerozdělí podíly ve společnosti.<sup>98</sup>

Je evidentní, že takové koluzní jednání je v příkrém rozporu s účelem „vytěsnění“. Cílem „dočasného“ hlavního akcionáře totiž není stát se jediným společníkem, ale ve prospěch dalších akcionářů se zbavit minoritních akcionářů. Podobných příkladů lze jistě nalézt i více.

Popsaný příklad však výmluvně ilustruje, že ke zneužití většiny v případě „vytlačení“ minoritních akcionářů skutečně dojít může. Otázkou však zůstává, jak se proti takovému, formálně zakázanému, jednání bránit.

Je nesporné, že porušení ustanovení § 56a ObchZ může být důvodem pro prohlášení usnesení valné hromady za neplatné. Vyslovení neplatnosti se však lze domáhat pouze v tříměsíční lhůtě od konání valné hromady, nejdéle pak do jednoho roku od konání valné hromady.<sup>99</sup> Po uplynutí této prekluzivní lhůty (která bude v drtivé většině případů tříměsíční) již nelze soudně přezkoumat, zda skutečně rozhodnutí valné hromady bylo přijato v důsledku zneužití hlasů ve společnosti.

Nikoliv nepodstatná je rovněž skutečnost, že „vytlačенý“ akcionář již zpravidla nebude k datu podání žaloby akcionářem společnosti (neboť jeho akcie přejdou na hlavního akcionáře). V takovém případě bude ovšem nucen složitě prokazovat aktivní legitimaci. Aktivní legitimace k podání návrhu totiž v zásadě svědčí pouze společníkům (tj. akcionářům) a nikoliv bývalým akcionářům. Navrhovatel by tedy musel poměrně obtížně prokazovat, že v době rozhodování trvá jeho právní zájem na vydání rozhodnutí.<sup>100</sup>

---

<sup>98</sup> Srov. Dědič J., Štenglová I., Čech P., Kríž R.: *Akciové společnosti*. 6., přepracované vydání. Praha C. H. Beck, 2007, str. 324.

<sup>99</sup> Srov. ustanovení § 183 odst. 1 ObchZ ve spojení s ustanovením § 131 odst. 1 ObchZ.

<sup>100</sup> Srov. rozhodnutí Nejvyššího soudu ČR 29 Odo 11/2002 ze dne 1. srpna 2002: „Závěr o zániku aktivní věcné legitimace v návaznosti na ztrátu postavení, které ji zakládá, však nelze přijmout zcela bezvýjimečně. Jestliže může mít rozhodnutí valné hromady dopad na poměry navrhovatele, založené jeho vztahem ke společnosti, i poté, co ztratil postavení, zakládající

Zkoumanou problematiku lze tedy uzavřít s tím, že samotné rozhodnutí o „vytlačení“ menšinových akcionářů nelze automaticky kvalifikovat jako zneužití většiny hlasů ve společnosti. Za určitých okolností však tomu tak být může. Takovému zneužití se však „vytlačení“ akcionář může bránit jen teoreticky.

Formálně je tedy menšinový akcionář chráněn před zneužitím hlasů ve společnosti, fakticky je ovšem zcela bezbranný proti takovému nemravnému jednání. Vyjma skutečnosti, že jako „neakcionář“ bude jen obtížně získávat informace o vnitřních poměrech ve společnosti,<sup>101</sup> bude minoritní akcionář komplikovaně prokazovat aktivní legitimaci k podání návrhu na zrušení rozhodnutí valné hromady. Po uplynutí jednoho roku je pak zneužití hlasů ve společnosti *de iure* nepostižitelné.

#### **2.4.6. Rozhodčí řízení**

V rámci pojednání o soukromoprávních nástrojích ochrany práv menšinových akcionářů je vhodné zmínit i problematiku možného vyloučení pravomoci soudů ve prospěch rozhodčího řízení.

Obecně je pro řešení sporů dána příslušnost soudů.<sup>102</sup> Za podmínek stanovených zákonem č. 216/1994 Sb., o rozhodčím řízení a výkonu rozhodčích nálezů se však strany mohou dohodnout, že jejich majetkový spor nebude řešen před soudem, ale v rámci tzv. rozhodčího řízení.

V této souvislosti vyvstává otázka, zda je možné případné spory ohledně přiměřeného protiplnění projednat v rozhodčím řízení. V odborné literatuře je

---

*jeho aktivní legitimaci v době podání návrhu, bylo by v rozporu s účelem posuzovaného ustanovení odepřít mu aktivní legitimaci v řízení.*“

<sup>101</sup> Např., že bezprostředně pro přijetí usnesení o přechodu účastnických cenných papírů na hlavního akcionáře došlo ke zpětnému převodu cenných papírů na koluzně jednající bývalé akcionáře.

<sup>102</sup> Srov. ustanovení § 7 odst. 1 OSŘ.

tato otázka řešena kladně,<sup>103</sup> ale pouze za předpokladu splnění určitých podmínek.<sup>104</sup>

Zastánci rozhodčího řízení poukazují především na rychlost a odbornost rozhodčího řízení. Věc má však i druhou stranu. Podrobení se pravomoci rozhodce znamená pro minoritního akcionáře i jistá nezanedbatelná rizika. Osobně proto považují přípustnost rozhodčího řízení k rozhodování sporu o přiměřenou výši protiplnění za diskutabilní.

Příslušnost rozhodce pro řešení takového sporu může dle mého názoru připadat v úvahu pouze z takové rozhodčí smlouvy, která byla uzavřena až poté, co mezi stranami došlo ke sporu o výši přiměřeného protiplnění. V každém jiném případě se domnívám, že menšinový akcionář by se měl důrazně bránit jakémukoliv pokusu hlavního akcionáře, aby o předmětu sporu bylo rozhodováno v rozhodčím řízení.<sup>105</sup>

Rozhodčí řízení totiž vykazuje celou řadu odchylek od standardního soudního řízení. Strany se především vzdávají řady procesních práv, která jim obvykle v soudním řízení náleží. Jen ve stručnosti lze poukázat na obvyklou jednoinstančnost rozhodčího řízení, možnost vydat rozhodčí nález bez odůvodnění či nemožnost uplatnění mimořádných opravných prostředků.

V neposlední řadě je nutné i zmínit, že rozhodčí nález není pravomocným rozhodnutím orgánu veřejné moci ve smyslu čl. 87 odst. 1 písm. d) Ústavy, resp. ve smyslu ust. § 72 odst. 1 písm. a) ZoÚS.<sup>106</sup> Nepřezkoumatelnost rozhodčího nálezu Ústavním soudem ČR pak eliminuje možnost, aby se

---

<sup>103</sup> Srov. *Dědič J., Štenglová I., Čech P., Kříž R.: Akciové společnosti. 6., přepracované vydání. Praha C. H. Beck, 2007, str. 352 „Vzhledem k tomu, že spor o přiměřenou výši protiplnění mezi hlavním akcionářem a osobami oprávněnými k přijetí protiplnění je majetkovým sporem, o jehož předmětu je možné uzavřít smír, domníváme se, že spadá do rámce § 2 odst. 1 a 2 zákona č. 216/1994 Sb.“.*

<sup>104</sup> Nejdůležitější z těchto podmínek je, aby působnost rozhodců byla vtělena do stanov společnosti.

<sup>105</sup> Důležité především je, aby menšinový akcionář výslovně namítl nepřislušnost rozhodce pro rozhodování ve věci. Tuto námitku je nutné uplatnit při prvním vyjádření směrem k rozhodci. V opačném případě se menšinový akcionář vystavuje reálnému riziku, že případný rozhodčí nález nebude soudně přezkoumatelný, resp. soudem zrušitelný.

<sup>106</sup> Charakter rozhodčí činnosti je založený smlouvou delegující vůli stran a její výsledek je kvalifikovanou formou závazku a jako takový je též závazný. Rozhodce nenalézá právo, ale tvoří (eventuálně napevno staví, vyjasňuje, tedy narovnává) závazkový vztah v zastoupení stran. Jeho moc tedy není delegovaná svrchovanou mocí státu, ale pochází od soukromé vlastní moci stran určovat si svůj osud (srov. usnesení Ústavního soudu ČR IV. ÚS 174/02 ze dne 15. července 2002).

minoritní akcionář domáhal ochrany před, jinak protiústavním, porušením jeho vlastnických práv.

Domnívám se proto, že nelze dovozovat příslušnost rozhodce pouze ze skutečnosti, že tak praví stanovy společnosti. Zde je totiž nutné zohlednit, že příslušnost rozhodce si může do stanov prosadit sám hlavní akcionář v okamžiku, kdy se rozhodne uskutečnit právo výkupu (dokonce na stejné valné hromadě, která o výkupu rozhodne). K vyloučení soudu ve prospěch rozhodčího řízení je přitom nezbytný souhlas každé ze strany sporu. Pokud si ovšem hlavní akcionář rozhodně o výkupu a změně stanov, je svobodná vůle jedné strany pouhou fikcí.

Koncepci, jejímž jádrem je obecná aplikovatelnost rozhodčího řízení na spory ohledně výše protiplnění, považuji tedy za zcela nepřijatelnou. Hlavní akcionář by si v takovém případě mohl nejen vybrat jemu příznivý znalecký posudek, ale dokonce i arbitra, který by řešil spor mezi hlavním akcionářem a vytlačenými akcionáři.

Takové rozhodčí řízení by s největší pravděpodobností vedlo k nepřijatelnému omezení práv vytlačených akcionářů.

Jak bylo uvedeno výše, nelze rozhodčí nález přezkoumávat před Ústavním soudem. Ústavní soud je přitom institucí, která je nanejvýš povolána k ochraně vlastnických práv, a v rámci národní soudní soustavy je poslední instancí, která je oprávněna přezkoumat ústavnost konkrétního vyvlastňovacího procesu.

Považuji proto za zcela nepřijatelné výklady, které dovozují přípustnost rozhodčího řízení, aniž by s tím menšinový akcionář výslovně a dobrovolně souhlasil. Nadto se domnívám, že pokud by zákonodárce chtěl ponechat stranám možnost řešit spory z výkupu v rámci rozhodčí řízení, vyjádřil by tento záměr výslovně v textu, jak je tomu např. v případě § 220k odst. 1 ObchZ.<sup>107</sup> Tak tomu však v případě výkupu není.

---

<sup>107</sup> *Smlouva o fúzi může určit, že se o přezkoumání výměnného poměru akcií a určení výše dorovnání v penězích bude rozhodovat v rozhodčím řízení.*

## 2.5. DALŠÍ ZPŮSOBY „VYTLAČENÍ“ MINORITNÍCH AKCIONÁŘŮ

Uplatnění práva výkupu účastnických cenných papírů není jediným postupem, jakým lze společnost „očistit“ od minoritních akcionářů. Ke stejnému výsledku lze totiž dospět i použitím jiných institutů. Stručnou charakteristiku některých z nich uvádím dále.

Již od 1. ledna 2001 umožňuje obchodní zákoník provést tzv. nepravý squeeze-out. Tento termín označuje zrušení společnosti s převodem jmění na jednoho akcionáře podle § 220p ObchZ.

Podstatou tohoto postupu je právní zánik společnosti a následný převod jejího majetku na jediného akcionáře. Jediný akcionář má zároveň povinnost poskytnout bývalým akcionářům protiplnění. Výše nabízeného protiplnění však nepodléhá přezkumu ze strany ČNB. Oproti výkupu účastnických cenných papírů je celý proces veden bez ingerence orgánů veřejné moci.<sup>108</sup>

Z hlediska míry ochrany vlastnických práv menšinových akcionářů nezbývá než konstatovat, že zákonodárce při úpravě tohoto „nepravého squeeze –out(u)“ zcela rezignoval na implementaci jakýchkoliv ochranných mechanismů.

Celý proces probíhá právně velmi „brutálně“ a ústavní konstrukce rovné ochrany vlastnických práv je zde pouze fikcí. Ve vztahu k menšinovým akcionářům považují tento způsob zániku jejich účasti na společnosti za velmi nemravný.

Další (a jemnější) metodou redukce menšinových akcionář je pak stažení akcií z oficiálního veřejného trhu (tzv. delisting) nebo změna podoby akcie z listinné na zaknihovanou a opačně. Podstatou těchto postupů je vytvoření takových podmínek, které nutí menšinové akcionáře za podmínek určených většinovým akcionářem. V některých případech mohou být dokonce akcie menšinového akcionáře prohlášeny za neplatné.

Výše uvedené příklady dokazují, že výkup účastnických cenných papírů není jediná možnost, jak lze zasáhnout do vlastnických práv menšinových

---

<sup>108</sup> Určitým zásahem je pouze jmenování znalce, který zpracuje posudek ohledně peněžitého protiplnění. V praxi však soud pouze formálně jmenuje znalce, kterého mu navrhne navržen hlavní akcionář.

akcionářů. Řada závěrů, ke kterým jsem dospěl v této diplomové práci, se proto vztahuje i na výše naznačené možnosti „vytlačení“ menšinových akcionářů.

## **2.6. SQUEEZE-OUT V NĚKTERÝCH ZEMÍCH EVROPSKÉ UNIE**

Institut squeeze-out(u) byl v mnoha zemích EU znám již před přijetím Směrnice. Jeho zavedení bylo obvykle založeno na zdůraznění investorské povahy účasti menšinového akcionáře.<sup>109</sup>

Hranice pro nabytí práva výkupu se zpravidla pohybuje okolo hranice požadované ve Směrnici. Minimální práh pro zavedení výkupu obsahuje právní úprava Irska (80 %), maximální hranice dosahuje výše 95 % (Německo nebo Francie).

Ve většině států EU, kde byla úprava „vytěsnění“ zavedena, vyvolalo její přijetí stejně bouřlivou diskusi ohledně její právní konformity, jako to mu bylo v případě ČR. Zároveň lze konstatovat, že ústavní soudy členských zemí EU doposud neshledaly, že by tato úprava byla neústavní.<sup>110</sup>

Důkladnější zhodnocení důvodů, na jejichž základě cizí ústavní soudy dovodily ústavnost pojednávaného institutu, však přesahovalo mé možnosti. Osobně se totiž domnívám, že smysluplné závěry z oblasti mezinárodní právní komparatistiky mají smysl pouze tehdy, pokud je autor důvěrně obeznámen s cizím právním řádem.

Tak tomu v mém případě bohužel není, proto jsem na hlubší hledání těchto důvodů resignoval. Nelze však vyloučit, že možným důvodem „ústavnosti“ squeeze-out(u) v zahraničních jurisdikcích může být právě vhodně koncipovaný systém efektivních záruk určených k ochraně práv menšinových akcionářů.

---

<sup>109</sup> Černá S.: Obchodní právo. Akciová společnost. 3. díl, Praha: ASPI, 2006, str. 210.

<sup>110</sup> Srov. např. usnesení 1 BvR 390/04 německého Spolkového ústavního soudu ze dne ze dne 30. května 2007. Tímto usnesením zamítl soud ústavní stížnost proti těm ustanovením německého akciového zákona umožňujícím vyloučení menšinových akcionářů (squeeze-out). Spolkový ústavní soud došel k závěru, že vylučování menšinových akcionářů *není per se* porušením práva vlastnit majetek, pokud jsou rozumně vyvažovány zájmy většinových a menšinových akcionářů, vytěsnění akcionáři dostanou přiměřenou náhradu za své podíly a je jim poskytnuta účinná právní ochrana.

## 2.7. ZÁRUKY OCHRANY VLASTNICKÝCH PRÁV NADNÁRODNÍMI ORGÁNY (EVROPSKÝ SOUD PRO LIDSKÁ PRÁVA)

Vyjma ochrany poskytované národními soudy se mohou menšinová akcionáři dovolávat ochrany vlastnických práv i u Evropského soudu pro lidská práva (dále jen „Soud“). Akcie a podíly v obchodních společnostech totiž spadají<sup>111</sup> pod ochranu čl. 1 Dodatkového protokolu č. 1 k Evropské úmluvě o ochraně lidských práv a základních svobod (dále jen „Úmluva“). Smluvní stranou této Úmluvy je i Česká republika, která se tím zavázala k dodržování závazků upravených v Úmluvě.

Úmluva přiznává každému právo „pokojně užívat svůj majetek“ a zabavení majetku obecně zakazuje. Jedinou výjimkou z tohoto zákazu je veřejný zájem. I v takovém případě lze však majetek zabavit pouze za podmínek stanovených zákony a obecnými zásadami mezinárodního práva.

Přiznáním práva výkupu hlavnímu akcionáři přitom dochází ke zvýhodnění jednoho z vlastníků na úkor druhého. Jeden vlastník cenných papírů má totiž právo odejmout druhému vlastníkově těch samých cenných papírů vlastnické právo a stát se sám jejich novým vlastníkem. Postavení těchto vlastníků není tedy rovné, protože jeden vlastník může druhému zabavit jeho majetek.

Je přitom sporné, zda tento postup je vždy ve veřejném zájmu. Především je to sporné v případě akcií těch společností, jejichž akcie nejsou veřejně obchodovatelné. V takovém případě totiž neplatí ani argument veřejného zájmu na efektivním fungování kapitálových trhů.

Soud je tedy *de facto* poslední instancí, která by mohla posoudit soulad národní úpravy s požadavky Úmluvy. Soud by se věci zaobíral na základě tzv. stížnosti, kterou by se menšinový akcionář domáhal přezkoumání, zda Česká republika dodržuje závazky plynoucí z Úmluvy.

Pokud by Soud shledal, že národní právní úprava výkupu je v rozporu s požadavky Úmluvy, přiznal by stěžovateli (menšinovému akcionáři) zadostiučinění za porušení jeho práv zaručených Úmluvou a zároveň by konstatoval nedodržování závazků z Úmluvy ze strany ČR. Takový

---

<sup>111</sup> K tomuto závěru dospěla Evropská komise pro lidská práva již v roce 1982 ve věci *Bramelid a Malström vs Švédsko* (viz stížnost č. 8588/79 a 8589/79).

rozsudek by měl nepřímo působit i na domácího zákonodárce, aby národní úpravu uvedl do souladu s požadavky Úmluvy.

Zde je ovšem nutno doplnit, že projednání věci před Soudem je možné jen tehdy, pokud jsou splněny podmínky přijatelnosti stížnosti.<sup>112</sup> Podle těchto podmínek se stěžovatel může obrátit na Soud teprve poté, co vyčerpal všechny vnitrostátní právní prostředky nápravy, a to ve lhůtě šesti měsíců ode dne, kdy bylo přijato konečné vnitrostátní rozhodnutí.

Menšinový akcionář by tedy musel vyčerpát především možnosti domácí soudní ochrany, a to včetně řízení u Ústavného soudu. Tento postup je pochopitelně časově a zejména finančně náročný. Je tedy zřejmé, že okamžitá náprava současného stavu (pokud by soud konstatoval porušení Úmluvy) je otázkou několika let.

## **2.8. DOPORUČENÍ LEGISLATIVNÍCH ZMĚN KE ZVÝŠENÍ OCHRANY PRÁV MINORITNÍCH AKCIONÁŘŮ**

Ukvapené přijetí právní úpravy výkupu účastnických cenných papírů se výrazně promítlo do kvality této úpravy po stránce legislativně-technické i věcné. Jako principiální odpůrce jakéhokoliv vyvlastňování jsem pochopitelně názoru, že příslušná právní úprava by měla být bez náhrady zrušena. S ohledem na závazky ČR vůči EU je však zřejmé, že úplné odstranění tohoto institutu je prozatím vyloučeno.

Pokud však má podobný institut být součástí právního řádu ČR, měla by příslušná právní úprava maximálně zohlednit povahu vyvlastňovacího institutu. Zejména by mělo být pečlivě přezkoumáno, zda rozsah vyvlastnění odpovídá ekonomickým požadavkům a zda nejsou práva vyvlastňovaných osob obětována zájmům ekonomicky silnějšího vlastníka stejných cenných papírů.

V této souvislosti považuji za vhodné, aby vykoupení bylo možno aplikovat výhradně ve společnostech, jejichž cenné papíry jsou kótovány. Tento požadavek je zcela v souladu s právem EU. V případě těchto společností lze skutečně na akcionáře pohlížet jako na investora, který má poměrně realistickou možnost výkupem „zmařenou“ investici realizovat jinde. Další

---

<sup>112</sup> Čl. 35 Úmluvy.



výhodou je, že cenné papíry těchto společností lze mnohem přesněji ocenit, a to právě na základě relevantních tržních informací.

Dále považuji za nezbytné, aby účast ČNB v procesu vytlačení byla zaměřena na věcné přezkoumání navrženého protiplnění, tj. aby ČNB měla dostatečnou (tj. delší) lhůtu k věcnému přezkoumání znaleckého posudku. V této souvislosti je pochopitelně nezbytné, aby ČNB vytvořila podmínky pro realizaci účastnických práv menšinových akcionářů v tomto řízení (individuálně nebo prostřednictvím jejich společného zástupce).

Pokud jde o soudní ochranu práv menšinových akcionářů, považuji rovněž za vhodné, aby v zahájeném řízení nesl hlavní akcionář důkazní břemeno ohledně spravedlivé výše protiplnění. Jedná se sice o exces z procesních zásad, je ovšem nezbytné si uvědomit, že menšinový akcionář byl do procesu výkupu „zavlečen“ a je jeho hlavní obětí. Nedobrovolná účast na vyvlastnění by měla být kompenzována určitými procesními privilegii.

Za velmi praktické považuji i podrobnější rozvedení odpovědnosti členů představenstva za obsah jimi zpracovaného vyjádření k výši protiplnění (§ 183j odst. 2). V tomto vyjádření mají členové představenstva zhodnotit, zda výše navrženého protiplnění je přiměřená.

Stávající právní úprava členy představenstva *de facto* nijak zvlášť nenutí k odpovědnému plnění této povinnosti. Pokud by však měli členové představenstva jasně formulovanou majetkovou odpovědnost za plnění této povinnosti, lze předpokládat, že by obsah vyjádření mnohem přesněji zrcadlil skutečný názor představenstva. Přesně formulovanou odpovědnost členů představenstva je nezbytné doplnit přenesením důkazního břemeno na členy představenstva v případě sporu ohledně řádného splnění této povinnosti.

Konečně by bylo vhodné lépe upravit proces vyplácení protiplnění, aby menšinový akcionář měl jasné záruky, že za vyvlastněné cenné papíry obdrží protiplnění do několika dnů od okamžiku, kdy dojde k přechodu vlastnických práv na hlavního akcionáře.

Vyjma výše uvedených doporučení je pochopitelně nezbytné, aby došlo k redefinování cenných papírů, které mohou být předmětem výkupu. Stávající právní úprava, která předmětem výkupu činí účastnické cenné papíry, naráží na

řadu aplikačních problémů. Tyto problémy lze sice překlenout výkladem, otázka ovšem je, nakolik se jedná ještě o výklad a nakolik jde o umělé dovozování toho, co zákonodárce neříká.

### 3. SHRnutí A ZávĚR

Na základě analýzy příslušné právní úpravy jsem se v předcházejícím textu zaměřil na zjištění, jakým způsobem jsou chráněna práva menšinových akcionářů v procesu výkupu účastnických cenných papírů. Získané poznatky lze shrnout do těchto závěrů.

Předně považuji za nesporné, že výkup účastnických cenných papírů je svou podstatou vyvlastněním. Není při tom podstatné, že k vyvlastnění dochází ve prospěch jiné osoby soukromého práva a nikoliv ve prospěch veřejné moci.

Z hlediska osoby, jejíž majetek je vyvlastňován, je totiž zcela nepodstatné, že nabyvatelem vyvlastněných cenných papírů je osoba soukromého práva a nikoliv veřejná moc (stát). Dominantním znakem vyvlastnění je totiž skutečnost, že k odejmutí vlastnického práva dochází proti vůli osoby, jejíž majetek je předmětem vyvlastnění.

V případě výkupu sice dochází k vyvlastnění na úkor osoby soukromého práva ve prospěch jiné osoby soukromého práva, ovšem za výrazné ingerence orgánu veřejné moci. Konečným důsledkem procesu výkupu je pak nucený přechod vlastnického práva. K tomuto přechodu vlastnického práva se nevyžaduje souhlas menšinového akcionáře, a může k němu dojít i proti jeho vůli. Takový proces nelze označit jinak než vyvlastnění.

Vytlačení menšinových akcionářů je tedy vyvlastněním. V souladu s ústavněprávními principy musí proces vyvlastnění v maximální možné míře dbát na ochranu práv osob, jejichž majetek je vyvlastňován. Konkrétní vyvlastňovací procedura (bez ohledu na to, jak se formálně nazývá) musí proto dosahovat ústavněprávních standardů. Pouze za těchto podmínek lze realizovat průlom do jinak nezadatelného vlastnického práva, aniž by tím došlo k porušení práva vlastnit majetek.

Zavedení právní úpravy výkupu je obhajováno ekonomickými výhodami, které mají legitimizovat tuto vyvlastňovací proceduru. Jakkoliv lze tyto ekonomické důvody pochopit, nelze akceptovat jednostranné upřednostňování zájmů hlavního akcionáře na úkor vyvlastňovaných menšinových akcionářů, jak je

tomu nyní. Současná právní úprava totiž chrání práva menšinových akcionářů nedostatečně a spíše pouze formálně.

Za nejzávažnější nedostatky právní úpravy výkupu považuji (i) výběr znalce, (ii) odpírání účastenství menšinovým akcionářů ve správním řízení před ČNB, (iii) nedostatečné požadavky na přezkum znaleckého posudku, (iv) nedostatečná úprava soukromoprávní ochrany práv menšinových akcionářů v řízení před soudem a (v) informační asymetrie mezi akcionáři.

#### **(i) výběr znalce**

Poměrně kritickým bodem pojednaného institutu je skutečnost, že znalecký posudek zpracovává osoba určená hlavním akcionářem. Hlavní akcionář má přitom zájem, aby navržené protiplnění bylo minimální.

V takovém případě lze očekávat, že hlavní akcionář vybere toho znalce, který bude ochoten zpracovat posudek tak, aby co možná nejlépe odpovídal zájmům hlavního akcionáře.

Již samotný způsob výběru znalce tedy vnáší nerovnost do protichůdných zájmů hlavního akcionáře a menšinových akcionářů. Obě strany téhož procesu mají protichůdné zájmy na výsledku znaleckého posudku. Avšak pouze jedna ze stran má právo výběru osoby, která bude znalecký posudek zpracovávat. Tato nevyváženost výrazně privileguje hlavního akcionáře v procesu výkupu.

V ideálním případě by znalecký posudek měla zpracovávat osoba, která není ekonomicky závislá na zadavateli posudku a byla vybrána zcela nahodile. Toho lze dosáhnout např. tím, že znalece by určoval soud ze seznamu znalců, a to bez jakékoli ingerence hlavního akcionáře.

V každém případě současná právní úprava dovoluje, aby hlavní akcionář ovlivnil výběr znalce. Z pohledu ochrany práv minoritních akcionářů je takový stav zcela nepřijatelný. Tento postup by byl přijatelný jen tehdy, pokud by menšinová akcionáři měli právo nechat si za prostředky hlavního akcionáře (nebo společnosti) zpracovat alternativní znalecký posudek. Tento posudek by přitom mohl být i dalším podkladem pro správní řízení před ČNB.

## **(ii) odpírání účastenství ve správním řízení**

V řízení o udělení souhlasu jedná ČNB jako s účastníkem správního řízení pouze s hlavním akcionářem. Účelem tohoto správního řízení je přezkoumání přiměřenosti nabízeného plnění. Závěry tohoto přezkoumání se tedy evidentně dotýkají práva minoritních akcionářů na vyplacení přiměřeného protiplnění.

V takovém případě musí být menšinovému akcionáři přiznáno postavení účastníka takového správního řízení. Účastenství menšinového akcionáře přitom dovoluje i stávající právní úprava, která sice výslovně uvádí hlavního akcionáře, tím však nevylučuje z účastenství další možné účastníky.

Přetrvávající odpírání účastenství minoritním akcionářům (případně jejich společnému zástupci) je dle mého názoru nezákonné a bylo by vhodné tuto praxi poměřit prostředky správního soudnictví. Tato praxe totiž výrazným způsobem zvyšuje pravděpodobnost, že ČNB odsouhlasí protiplnění, které nebude přiměřené hodnotě účastnických cenných papírů. Tím jsou vážně ohrožena práva menšinových akcionářů (právo na přiměřené protiplnění).

Přiznání účastenství menšinovým akcionářům by sice mohlo vést k určitým prodlevám ve správním řízení, ovšem došlo by tím k výraznému materiálnímu zvýšení ochrany práv menšinových akcionářů. Správní řízení vedené ČNB má přitom rozhodující podíl na tom, zda vyvlastnění proběhne právně konformně (tj. za přiměřenou náhradu) či nikoliv.

Podle mého soudu je hrubě protiústavní, pokud ekonomika správního řízení je upřednostněna před ochranou zájmů osob, jejichž majetek je vyvlastňován.

## **(iii) nedostatečné požadavky na přezkum znaleckého posudku**

Od předložení žádosti o udělení souhlasu má ČNB pouhých patnáct dnů na přezkoumání předložených podkladů (zejména znaleckého posudku). Jedná se přitom o rozhodování v řízení, kdy podklady v tomto řízení mohou běžně čítat několik desítek nebo i stovek stran.

S ohledem na krátkou lhůtu lze soudit, že ČNB může v jejím průběhu odhalit pouze zcela zjevné nedostatky ve zpracovaném znaleckém posudku. Nemůže však kvalifikovaně identifikovat takové znalecké posudky, které ke zkreslené (nižší) ceně dospějí prostřednictvím sofistikovaně deformované predikce

ekonomických indikátorů. Jinými slovy řečeno, ČNB může v této lhůtě zpochybnit pouze zcela „amatérsky“ zpracovaný znalecký posudek. Obratněji zpracovaný tendenční posudek nelze v takto krátké lhůtě prověřit.

Domnívám se proto, že koncepce dohledu ČNB nad procesem výkupu vykazuje spíše znaky formální supervize celého procesu než záměr o věcné přezkoumání výše navrženého protiplnění. Důvodem jsou právě poměrně krátké lhůty k zaujetí stanoviska.

#### **(iv) nedostatečné a nejasné provedení soukromoprávní ochrany práv menšinových akcionářů v řízení před soudem**

Soukromoprávní ochrana práv „vytlačených“ menšinových akcionářů je opět zajištěna pouze formálně. Zejména procesněprávní úprava příslušného soudního řízení výrazně snižuje míru materiální ochrany práv menšinových akcionářů.

Menšinový akcionář je v průběhu výkupu účastnických cenných papírů pouze pasivním a zejména nedobrovolným divákem. Přesto však v případě, kdy se rozhodne domáhat ochrany svých práv, je v soudním řízení od počátku zatížen procesní aktivitou a s ní spojenou náročnou důkazní povinností.

Dalším negativním prvkem systému soudní ochrany je, že menšinový akcionář musí nést značné náklady soudního řízení (zejména v případě znaleckých posudků), ačkoli byl do soudního řízení „dotlačen“ tím, že hlavní akcionář nesplnil řádně povinnost vyplatit přiměřené protiplnění.

I za předpokladu, že menšinový akcionář je připraven nést náklady soudního řízení, naráží na praktické překážky pro úspěšné uplatnění svých nároků.

Především má jen omezené možnosti domoci se interních informací o společnosti, které jsou nutné k prokázání tvrzené nepřiměřenosti poskytnutého protiplnění.

S ohledem na povahu sporných skutečností, jejichž interpretace předpokládá specifické ekonomické znalosti, je primárním důkazním prostředkem znalecký posudek ohledně ceny společnosti (resp. jejího podniku). Ke zpracování takového znaleckého posudku (coby výchozího materiálu) pro podání žaloby však potřebuje menšinový akcionář získat podklady.

Jedná se zpravidla o podklady, jimiž disponuje především představenstvo společnosti, které však z pochopitelných důvodů nemá zájem na jejich poskytnutí (jednalo by totiž proti zájmům hlavního akcionáře). Bez přístupu k těmto podkladům však není menšinový akcionář schopen řádně plnit procesní povinnosti, což může i zapříčinit jeho neúspěch v řízení.

Za obzvláště znepokojující okolnost pak považuji, že čím více je menšinový akcionář poškozen nepřiměřeností protiplnění, tím vyšší musí hradit soudní poplatky. Výše soudního poplatku je totiž závislá na výši žalovaného peněžitého plnění, které bude tím vyšší, čím větší bude rozdíl mezi vyplaceným nepřiměřeným protiplněním a skutečným přiměřeným protiplněním.

Jsem proto názoru, že stávající soukromoprávní ochrana spíše většinu menšinových akcionářů odrazuje od toho, aby se ochrany svých práv domáhali, než aby poskytovala dostatečnou materiální ochranu menšinovým akcionářům.

Dále se lze oprávněně domnívat, že jen malá část vytlačených akcionářů je ochotna (a ekonomicky schopna) využít nástroje soukromoprávní ochrany.

Zbývající většina menšinových akcionářů pravděpodobně na ochranu svých práv bezmocně rezignuje.

#### **(v) informační asymetrie mezi akcionáři**

Podle ustanovení § 56a odst. 1 a § 155 odst. 7 ObchZ musí akciová společnost zacházet s akcionáři stejně. Navzdory tomu však menšinový akcionář nemá v praxi možnost získat informace o společnosti ve stejném rozsahu a kvalitě jako hlavní akcionář.

Hlavní akcionář totiž přímo ovlivňuje složení představenstva jím ovládané akciové společnosti a prostřednictvím těchto osob má *de facto* neomezený přístup ke všem podstatným informacím.

Díky této informační asymetrii je pro menšinového akcionáře mnohem obtížnější posoudit, zda cena za jemu vyvlastňované akcie je přiměřená. Může sice spoléhat na kontrolu přiměřenosti výše protiplnění ze strany ČNB, jak však bylo uvedeno výše, tato kontrola nemůže být (s ohledem na stanovené lhůty) nijak důkladná.

V takovém případě má menšinový akcionář jedinou možnost, a to podstoupit soudní řízení, v jehož průběhu by došlo ke zpracování nového znaleckého posudku. V takovém případě však menšinový akcionář nese riziko, že pokud se jeho úvahy ohledně nedostatečné výše přiměřeného protiplnění nepotvrdí, ponese značné náklady soudního řízení. Nemá však reálnou možnost, aby predikce ohledně výše protiplnění mohl založit na *in-sider* informacích.

Odstranění výše zmíněných deficitů by mělo být jedním z hlavních cílů zákonodárce tak, aby ochrana práv individuálních vlastníků nebyla potlačena ve prospěch jiných vlastníků, a to pod značně nejasnou standartou „veřejného zájmu“.

Připustí-li veřejná moc, aby jeden soukromý subjekt mohl vyvlastnit majetek jiného soukromého subjektu, je zároveň povinna zajistit ochranu těch osob, jejichž majetková práva byla obětována ve prospěch tzv. veřejného zájmu. V opačném případě je taková úprava konstitucionálně defektní. Tak tomu, podle mého názoru, prozatím je i v případě ochrany práv menšinových akcionářů při výkupu účastnických cenných papírů v ČR.



Seznam použité literatury:

**Knižní publikace:**

- [1] *Bartošíková M., Plíva S., Štenglová I.: Obchodní zákoník. Dodatek ke komentáři. 10., podstatně rozšířené vydání, Praha: C. H. Beck, 2005*
- [2] *Bureš J., Drápal L., Krčmář Z., Mazanec M.: Občanský soudní řád – Komentář, 7. vydání, Praha: C. H. Beck, 2006*
- [3] *Černá S.: Obchodní právo. Akciová společnost. 3. díl, Praha: ASPI, 2006*
- [4] *Dědič J. a kol.: Obchodní zákoník – Komentář, Praha: POLYGON, 2002 Musílek P.: Trhy cenných papírů, Praha: Ekopress, s. r. o., 2002*
- [5] *Dědič J., Štenglová I., Čech P., Kříž R.: Akciové společnosti. 6., přepracované vydání. Praha C. H. Beck, 2007*
- [6] *Eliáš K.: Akciová společnost. LINDE Praha, a. s., 2000*
- [7] *Eliáš K., Dvořák T. a kol.: Obchodní zákoník – Praktické poznámkové vydání s výběrem judikatury od r. 1900. LINDE Praha, a. s., 2006*
- [8] *Hendrych D. a kol.: Správní právo. Obecná část. 6. vydání, Praha C. H. Beck, 2006*
- [9] *Kalinová M., Kotoučová J., Švarc Z.: Obchodní právo pro navazující magisterské studium, Praha Oeconomica – nakladatelství VŠE, 2006.*
- [10] *Klíma K. a kol.: Komentář k Ústavě a Listině. Plzeň Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, 2005*
- [11] *Kobliha I., Kalfus J., Krofta J., Kovařík Z., Kozel R., Pokorná J., Svobodová Y.: Obchodní zákoník – Komentář, LINDE Praha, a. s., 2006*
- [12] *Mařík M. a kol.: Metody oceňování podniku. EKOPRESS, Praha 2003*
- [13] *Štenglová I., Plíva S., Tomsa, M. a kol.: Obchodní zákoník – Komentář, 10., podstatně rozšířené vydání, Praha: C. H. Beck, 2005*
- [14] *Vedral J.: Správní řád – Komentář, POLYGON, 2006*
- [15] *Veselá J.: Investování na kapitálových trzích, Praha ASPI, 2007*

### Časopisecké články:

- [1] Čech P.: K (četným) problémům právní úpravy výkupu účastnických cenných papírů (squeeze-out). Právní rozhledy, 2005, č. 18
- [2] Dvořák T.: Squeeze-out aneb má drobný akcionář důvod k pláči? Právní fórum, 2005, č. 7
- [3] Havel B.: Vyvlastnění, vytlačení akcionářů a ústavnost. Právní rozhledy, 2006, č. 6
- [4] Josková L., Pelikán R.: Squeeze-out po česku. Právní zpravodaj, 2005, č. 6
- [5] Krohn M.: Minority Squeeze-outs and the European Convention on Human Rights. European Business Law Review, 2004
- [6] Uzsák M.: Co se o squeeze-out(u) nepíše. Bulletin advokacie, 2007, č. 3 a 4

### Další literatura nebo odborné texty:

- [1] Stanovisko Komise pro cenné papíry č. STAN/15/2005 ze dne 7. prosince 2005: *K právům a povinnostem vlastníků depozitních stvrzenek (depositary receipts) na účastnické cenné papíry*
- [2] Stanovisko Komise pro cenné papíry č. STAN/13/2005 ze dne 9. listopadu 2005: *K některým otázkám spojeným s vytěsněním*
- [3] Zpráva o situaci na českém kapitálovém trhu za rok 2005 (vydala ČNB).
- [4] Zpráva o situaci na českém kapitálovém trhu za rok 2006 (vydala ČNB).

## KNIHOVNA VŠE

## ZÁZNAM O DIPLOMOVÉ PRÁCI

AUTOR	Mgr. Petr Prchal	
NÁZEV DP	Právní úprava výkupu účastnických cenných papírů s přihlédnutím k ochraně práv minoritních akcionářů	
FAKULTA	Mezinárodních vztahů	
OBOR	Komerční právo	
ROK OBHAJOBY	2008	
POČET STRAN	73	
POČET PŘÍLOH	0	
VEDOUcí DP	JUDr. Radim Kříž	
ANOTACE	Analýza výkupu účastnických cenných papírů (squeeze-out) v právu ČR. Součástí práce je rozbor procesu, který směřuje k „vytlačení“ menšinových akcionářů z účasti na společnosti. Proces výkupu je hodnocen z hlediska ochrany vlastnického práva a institucionální zajištění ochrany práva menšinových akcionářů.	
KLÍČOVÁ SLOVA	akciová společnost, účastnický cenný papír, výkup účastnických cenných papírů, squeeze-out, minoritní akcionář, akcionářská práva, vyvlastnění	
MÍSTO ULOŽENÍ		SIGNATURA

Poznámka: Záznam vloží diplomant do vazby diplomové práce (na konci práce) a 2x na volných listech odevzdá spolu s diplomovou prací na příslušné katedře. 1x předá katedra do Knihovny VŠE-CIKS VŠE.