

**Univerzita Palackého v Olomouci**

**Právnická fakulta**

**Pavel Vejmola**

**Vytěsnění menšinových akcionářů  
a přiměřené protiplnění**

**Diplomová práce**

**Olomouc 2017**

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci na téma „*Vytěsnění menšinových akcionářů a přiměřené protiplnění*“ vypracoval samostatně a citoval jsem všechny použité zdroje.

V Olomouci dne 30. března 2017

---

Pavel Vejmla

Na tomto místě bych chtěl poděkovat Mgr. et Mgr. Janu Petrovovi, Ph.D. LL.M. za odborné vedení, cenné rady a připomínky poskytnuté při psaní této práce.

## Obsah

Seznam použitých zkratk	5
Úvod	
<b>1 Obecně o vytěsnění menšinových akcionářů</b>	<b>9</b>
1.1 Terminologie	9
1.2 Squeeze-out	10
1.2.1 Vývoj	10
1.2.2 Právní zakotvení	12
1.2.3 Postup	12
1.2.4 Ospravedlnění	13
1.2.5 Zásada rovnosti	14
1.3 Nepřávy squeeze-out	17
<b>2 Přiměřené protiplnění</b>	<b>18</b>
2.1 Definice pojmu „přiměřené protiplnění“	18
2.1.1 Volba postupu při ocenění	20
2.2 Účel ocenění	21
2.3 Standardy hodnoty	22
2.3.1 Spravedlivá tržní hodnota	23
2.3.2 Tržní hodnota	24
2.3.3 Spravedlivá hodnota	24
2.4 Oceňovací metody	26
2.4.1 Metody výnosové	28
2.4.2 Metody tržní	29
2.4.3 Metody majetkového ocenění	29
2.5 Požadavek přiměřenosti	29
2.6 Role znaleckého posudku	30
2.6.1 Soudní přezkum znaleckého posudku	32
<b>3 Ochrana práv minoritních akcionářů</b>	<b>35</b>
3.1 Ochrana práv v České republice	35
3.1.1 Mimosoudní řešení	35
3.1.2 Soudní řízení	36
3.1.2.1 Druh žalobního návrhu	37
3.1.3 Rozhodčí řízení	38
3.2 Ochrana práv v zahraničních úpravách	39
3.2.1 Spolková republika Německo	40
3.2.2 Italská republika	41
Závěr	44
Seznam použitých zdrojů	46
Anotace	52
Abstract	53
Seznam příloh	54
Příloha č. 1	55

## Seznam použitých zkratk

### Zkratky právních předpisů

<b>ZOK</b>	Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích), ve znění pozdějších předpisů
<b>OZ</b>	Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, ve znění pozdějších předpisů
<b>ObchZ</b>	Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů
<b>OSŘ</b>	Zákon č. 99/1963 Sb., občanský soudní řád ve znění pozdějších předpisů

### Ostatní zkratky

<b>ČNB</b>	Česká národní banka
<b>EU</b>	Evropská unie
<b>IVSL</b>	Rada pro mezinárodní oceňovací standardy
<b>DGCL</b>	Delaware General Corporation Law
<b>DCF</b>	Discounted Cash Flow
<b>CONSOB</b>	Commissione Nazionale per le Società e la Borsa
<b>IVSC</b>	International Valuation Standards Council

# Úvod

Nucený přechod účastnických cenných papírů se objevil v českém právním řádu již v roce 2005. Zákon č. 216/2005 Sb. novelizoval obchodní zákoník a přinesl tak postup vytěsnění menšinových akcionářů do českého právního řádu. Zákon o obchodních korporacích přebírá právo vytěsnění, a to v podobě jakou měla dřívější úprava a jakou Ústavní soud shledal ústavně konformní v nálezu Pl. ÚS 56/05. Celý proces je pak nově, na rozdíl od minulé úpravy, označen jako „přechod“. Dle důvodové zprávy zákonná úprava posiluje ochranu minoritních akcionářů, zejména v otázkách přezkumu výše protiplnění. Právě otázky týkající se dostatečné ochrany minoritních akcionářů a přezkumu výše protiplnění jsou v této práci elementární a práce se pokouší odpovědět na otázky, zda je ochrana minoritních akcionářů v České republice dostatečná a jaké lze spatřit nedostatky v procesu určování přiměřeného protiplnění a v jeho následném přezkumu.

Přiměřené protiplnění, jeho dorovnání a ochrana práv při vytěsnění je častým problémem, se kterým se minoritní akcionáři potýkají. Určení ceny, za kterou se akcie vykupují, závisí na znaleckém posudku a pokud není společnost kotována na burze, je často velmi složité určit jejich cenu (u kotovaných společností squeeze-out přezkoumává Česká národní banka). Vzhledem k nedostatkům, které má česká právní úprava v souvislosti s určením přiměřeného protiplnění, je v práci často uváděna judikatura státu Delaware. Na jeho judikaturu se mimo jiné odvolává i Ústavní soud ve výše zmíněném nálezu, a tak se může využít judikatury tohoto státu, které se dotýká problematiky vytěsnění menšinových akcionářů, považovat za relevantní.

Na rozdíl od jiných transakcí, vytěšňování vlastníci akcií nemají možnost vytěsnění odmítnout nebo mu zabránit. Jediná věc, kterou minoritní akcionáři dostanou jako kompenzaci za vytěsnění, je přiměřené protiplnění. Otázkou však zůstává, jak vysoká tato kompenzace je a zda je spravedlivá. Určení ceny, kterou minoritní akcionář za akcie obdrží, je otázkou závislejší na mnoha faktorech a pro její určení je třeba odborných znalostí. Na druhé straně určení, zda je tato kompenzace spravedlivá, je úlohou soudu, který musí velmi obezřetně zkoumat všechny jednotlivé aspekty ocenění. Není možné, aby soud pouze legalizoval posudek znalce konstatováním, že cena určená posudkem je ta správná, když se blíže nezabýval všemi jeho aspekty. Konstatování, že je posudek bezchybný pouze na základě úplnosti a vnitřní logiky se již na první pohled jeví jako neproporcionální k zásahu, jakým je nucený přechod akcií minoritních vlastníků.

První část diplomové práce je věnována úvodu do problematiky vytěsnění menšinových akcionářů. Je zde přiblížena terminologie spjatá s problematikou, stručně nastíněn samotný vývoj,

zakotvení, ospravedlnění, postup při procesu vytěsnění minorit a otázka porušení zásady rovnosti.

Druhá část je primárně věnována přiměřenému protiplnění. Je zde poukázáno na problém při interpretaci pojmu „přiměřené protiplnění“ a dále na způsoby, které vedou k jeho zjištění. Pro zjištění přiměřeného protiplnění je důležité znát účel oceňování, správně uplatit standard hodnoty a následně využít správnou oceňovací metodu. Pro správné ocenění musí znalec využít své odborné znalosti a vybrat správný standard hodnoty, na který naváže odpovídající oceňovací metodou. Jsou zde uvedeny standardy hodnoty, jejich typy a využití znalcem. Právě tyto standardy mají znalce usměrňovat, aby nebyl výsledný znalecký posudek stížen nepřipustnou libovůlí. Samotné oceňovací metody jsou velmi komplexní a odbornou problematikou, která je do značné míry pouze problematikou znalců z oboru oceňování a ekonomie. Práce se tedy nezaměřuje na vyčerpávající popis oceňovacích metod, ale poskytuje možnost nahlédnout do problematiky oceňování a poukazuje na největší nedostatky české právní úpravy při určení a následném přezkumu přiměřeného protiplnění.

Znalecký posudek je pro určení přiměřeného protiplnění zásadní. Postup znalce a všechny složky znaleckého posudku by měly být soudem přezkoumány a soud by se měl detailně zabývat správností všech znalcem použitých standardů a metod. Soudní přezkum znaleckých posudků je problematika, kterou se soudy často zabývají. V judikatuře českých soudů však lze nalézt značné rozdíly a různé pohledy na hloubku přezkumu znaleckých posudků a v práci je tedy věnována pozornost i aspektům samotných znaleckých posudků.

Třetí část diplomové práce je věnována ochraně minoritních akcionářů, kteří spatřují protiplnění za nepřiměřené a volně tak navazuje na druhou část práce. Je zde rozebrána možnost ochrany práv v České republice a z důvodu neúplnosti a nedostatečnosti zdejší právní úpravy je ochrana práv minoritních akcionářů demonstrována na zahraničních úpravách. Je zmíněna úprava v Německu a Itálii. Tyto státy mají značně odlišnou úpravu celého procesu vytěsnění i ochrany akcionářů samotné, proto vzhledem do jejich právní úpravy může být do jisté míry inspirativní. V České republice chybí speciální řízení, které by bylo zárukou ochrany práv minoritních akcionářů. Vzhledem k závažnosti zásahu do práv minoritních akcionářů je ale tato chybějící úprava velkým nedostatkem. V některých právních úpravách by nebyl proces vytěsnění ústavně konformní právě bez současné úpravy speciálního řízení. Klasické soudní řízení nemusí poskytovat minoritnímu akcionáři plnou ochranu jeho práv, a to hlavně z důvodu informační tísně, nákladů řízení, dalších nákladů nutných pro samotné řízení a v neposlední řadě z důvodu tíhy důkazního břemene.

Toto téma bylo nedávno často skloňováno například s vydělením a následným vytěsněním akcionářů ze společnosti Česká telekomunikační infrastruktura a.s. (Cetin), ale již dříve i u dalších společností, jako například Zentiva, a.s., Sokolovská uhelná, a.s., ArcelorMittal Ostrava a.s., Československá obchodní banka, a.s., Paramo, a.s. a další. V databázi internetového serveru in-server.cz můžeme nalézt celkem 859 případů vytěsnění proběhnuvších v České republice do konce února roku 2017, a to s celkovou výší protiplnění 25.331.247.882 Kč. Jen v roce 2016 proběhlo v České republice 29 případů vytěsnění. Z tohoto důvodu je otázka řádného stanovení přiměřeného protiplnění u vytěsnění minorit stále aktuální.



# 1 Obecně o vytěsnění menšinových akcionářů

## 1.1 Terminologie

V prvé řadě je nezbytné objasnit terminologii, která se bude v dalších kapitolách práce nezděrnka vyskytovat. Zejména pokud se jedná o pojmy squeeze-out, freeze-out a sell-out mohou vznikat nejasnosti. Jedná se o termíny, které se v některých případech v odborné literatuře objevují zaměnitelně či v odlišném významu a nyní je proto nadmíru užitečné tuto terminologii blíže specifikovat a vyložit ji tak, aby nevznikaly pochybnosti při další interpretaci. Je také nutno zmínit, že je na tuto terminologii odlišně pohlíženo v americkém právním prostředí a odlišně v evropském právním prostředí.

**V americkém právním prostředí** někteří autoři<sup>1</sup> označují termín squeeze-out jako termín obecnější či dokonce jako termín nepřesný. Poznávají, že termín freeze-out je někdy nepřesně zaměňován právě termínem squeeze-out<sup>2</sup>. Obsah pojmu freeze-out podle těchto autorů plně pokrývá i pojem squeeze-out. Termín freeze-out pak definují jako „*transakci, při níž ovládající akcionář vykupuje menšinové akcionáře za peníze.*“<sup>3</sup>

Jiní autoři<sup>4</sup> freeze-out definují jako „*transakci, při níž ovládající akcionář vykonává zákonné právo výkupu akcií minority*“<sup>5</sup> a squeeze-out jako „*techniky používané ovládajícím akcionářem a/ nebo manažery za účelem získat benefit ze společnosti a minimalizovat zisky minoritních akcionářů.*“<sup>6</sup> Stejně tak někteří<sup>7</sup> interpretují termín squeeze-out jako situaci, kdy majoritní vlastníci společnosti odříznou minoritní vlastníky od veškerých manažerských rozhodnutí a od výdělků společnosti, následně si uzurpují moc nad společností i peníze jen pro sebe. Termín freeze-out se pak podle nich týká situace, v níž majorita společnosti nutí minoritu prodat svůj podíl na společnosti využívajíc k tomu jistý druh donucení (právní či faktické) a přirovnávají tento proces k jakémusi obchodnímu vyvlastnění.<sup>8</sup>

**V evropském právním prostředí** je tato terminologie poněkud odlišná. V komunitárním právu se termín squeeze-out vyskytuje ve Směrnici Evropského parlamentu a Rady 2004/25/ES ze dne 21. dubna 2004, o nabídkách převzetí (dále jen Třináctá směrnice). Zde figuruje termín squeeze-out ve smyslu opačném. Tomuto termínu je zde přikládán smysl práva výkupu

---

<sup>1</sup> Například profesor Guhan Subramanian (Harvard Law School)

<sup>2</sup> Či další pojmy jako: “going private merger”, “parent-subsidiary merger”, “minority buyout”, nebo “cash-out merger”

<sup>3</sup> SUBRAMANIAN, Guhan. *Post-silicon Freeze-outs: Theory, Evidence and Policy* [online]. law.harvard.edu, duben 2004 [cit. 12. ledna 2017]. Dostupné na <[http://www.law.harvard.edu/programs/olin\\_center/papers/pdf/472.pdf](http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/472.pdf)>.

<sup>4</sup> Například profesor John M. Olin (Harvard Law School)

<sup>5</sup> VENTORUZZO, Marco. *Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposals* [online]. ssrn.com, 12. listopadu 2009 [cit. 12. ledna 2017]. Dostupné na <<https://ssrn.com/abstract=1505485>>.

<sup>6</sup> Tamtéž

<sup>7</sup> Například profesor Franklin A. Gevurtz (McGeorge School of Law)

<sup>8</sup> GEVURTZ, Franklin. *Squeeze-Outs and Freeze-Outs in Limited Liability Companies* [online]. openscholarship.wustl.edu, leden 1995 [cit. 12. ledna 2017]. Dostupné na <[http://openscholarship.wustl.edu/law\\_lawreview/vol73/iss2/5](http://openscholarship.wustl.edu/law_lawreview/vol73/iss2/5)>.

účastnických cenných papírů, tedy smysl, jaký má termín freeze-out v americkém právním prostředí. V evropském právním prostředí je možné termín **squeeze-out** definovat jako proces, kterým může majoritní akcionář dosáhnout úplné majetkové kontroly nad společností tím, že akcie minoritních akcionářů nedobrovolně přejdou na majoritního akcionáře, pokud splní zákonem stanovené podmínky. Tento termín používá i Ústavní soud České republiky, ten definuje squeeze-out jako „*odnětí akcií proti vůli vlastníka.*“<sup>9</sup>

Na pojem **freeze-out** je v evropském právním prostředí naopak nahlíženo jako na stav, kdy je minoritní akcionář odříznut od veškerého dění ve společnosti a ani na ni nemůže nijak profitovat. Minoritní akcionář je ve společnosti uvězněn, „*nemá z investice žádný příjem a navíc ani nemůže ze společnosti za rozumných podmínek vystoupit a své prostředky investovat jinde výhodněji.*“<sup>10</sup>

Na pojem **sell-out** je pohlíženo jednotně jako na právo minoritního akcionáře požadovat po majoritním akcionáři výkup jeho akcií za zákonem stanovených podmínek. Zejména v situacích, kdy majoritní akcionář má právo uplatnit squeeze-out, ale neučiní tak. Minoritní akcionář se pak může ocitnout v situaci výše popsané jako freeze-out.

Pokud se budou dále vyskytovat tyto pojmy, bude jim vždy přikládán smysl, který je v evropském právním prostředí obvyklý, a to i tehdy, bude-li pojednáváno o americkém právním prostředí či s ním bude evropské prostředí komparováno.

## 1.2 Squeeze-out

### 1.2.1 Vývoj

Před tím, než byl proces squeeze-out zakotven do zákonné úpravy poprvé, soudy bránily minoritní akcionáře před jakýmkoli nedobrovolným vytěsněním ze společnosti. Pokud ve společnosti zbyl i jen jediný minoritní vlastník jediné akcie, majoritní akcionář se mohl dostat do značných obtíží.<sup>11</sup> Situace začala být pro majoritní akcionáře neúnosná a vzrůstal tlak na zákonodárce. Majoritní akcionáři volali po zakotvení institutu, který by jim umožnil vytěsnit ze společnosti minoritní akcionáře. Začal se dokonce vyskytovat pojem „tyranie minority“.<sup>12</sup> Kritici poukazovali na to, že „*jeden hloupý nebo zatvrzelý vlastník jedné akcie sváže ruce zbytku.*“<sup>13</sup>

<sup>9</sup> Nález Ústavního soudu ze dne 2. 12. 2008, sp. zn. Pl. ÚS 43/05, bod 10

<sup>10</sup> ZIMA, Petr. Freeze-out. *Právní rozhledy*, 2012, roč. 20, č. 20, s. 710.

<sup>11</sup> Například v případě Kean v. Johnson z roku 1853 minoritní vlastníci neumožnili prodej společnosti na výstavbu železnice nebo jiný případ, kdy majoritní akcionář společnosti Trimountain nemohl vykoupit minoritu, ač držel 99 % akcií společnosti.

<sup>12</sup> SUBRAMANIAN, Guhan. *A New Takeover Defense Mechanism: Using an Equal Treatment Agreement as an Alternative to the Poison Pill*. In Delaware Journal of Corporate Law. Delaware: The Widener University School of Law, 1998, s. 381

<sup>13</sup> *Sprague v. Illinois River R.R.*, 19 Il. 174, 178 (1857).

První pokus o zavedení squeeze-out do právního řádu lze vysledovat do dvacátých let dvacátého století,<sup>14</sup> kdy byl na Floridě vydán zákon,<sup>15</sup> který proces vyplacení minoritního akcionáře obsahoval. V roce 1931 našel squeeze-out místo v právních řádech států Arkansas, Kalifornie, Louisiana a Ohio.<sup>16</sup> Následně v roce 1936 v New Yorku.<sup>17</sup> V té době to však ještě nebyl rozšířený ani hojně užívaný institut. To se změnilo až v šedesátých letech, kdy byl ve státě Delaware vydán Model Business Corporate Act. Squeeze-out začal být využívaným nástrojem a soudy rychle judikovaly, že by měl squeeze-out **podléhat soudnímu přezkumu, aby se docílilo spravedlnosti** pro vytěsňované akcionáře. Na konci šedesátých let a počátku let sedmdesátých byl již proces squeeze-out velmi rozšířeným a oblíbeným nástrojem pro vytěsnění minority ze společnosti.<sup>18</sup>

V evropském právním prostoru můžeme najít jeden z prvních pokusů uzákonění tohoto institutu ve Spojeném království, a to v Companies Act 1929. Řada evropských států tento trend následovala a brzy poté lze najít tento institut v dalších právních řádech evropských zemí.

Do komunitárního práva se squeeze-out dostal Třináctou směrnicí. Podle 15. článku této směrnice mají členské státy zajistit, aby předkladatel nabídky odkupu účastnických cenných papírů mohl požadovat od zbývajících držitelů cenných papírů, prodej za spravedlivou cenu. Předkladatel musí dosáhnout prahové hodnoty, která je nejméně 90 % základního kapitálu spojeného s hlasovacími právy a 90 % hlasovacích práv celé společnosti a tyto cenné papíry drží či pokud po přijetí nabídky předkladatel získal nebo uzavřel pevnou smlouvu o nabytí cenných papírů, které dosahují takovéto prahové hodnoty. Členské státy však mohou stanovit vyšší prahovou hodnotu, ta však nesmí být vyšší než 95 % základního kapitálu spojeného s hlasovacími právy a 95 % hlasovacích práv.<sup>19</sup>

V českém právním řádu se squeeze-out vyskytl poprvé v zákoně č. 216/2005 Sb., kterým byl novelizován zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník (dále též jen ObchZ či obchodní zákoník). Došlo tím k implementaci Třinácté směrnice do našeho právního řádu. Tato právní úprava squeeze-out byla napadena u Ústavního soudu, který posléze potvrdil ústavnost tohoto institutu ve svém rozhodnutí Pl. ÚS 56/05. Dnes najdeme squeeze-out upraven v zákoně č.

---

<sup>14</sup> Roku 1925

<sup>15</sup> Act of June 1, 1925, ch. 10096, § 36, 1925 Fla. Laws 134

<sup>16</sup> Act of Apr. 1, 1931, Act 255, § 61, 1931 Ark. Acts 860; General Corp. Law, ch. 862, § 361, 1931 Cal. Stats. 1809; Act of July 28, 1928, Act 250 § 48, 1928 La. Acts 446; General Corp. Act §§ 8623-8667, 1927 Ohio Laws 35.

<sup>17</sup> SUBRAMANIAN, Guhan. *A New Takeover Defense Mechanism: Using an Equal Treatment Agreement as an Alternative to the Poison Pill*. In Delaware Journal of Corporate Law. Delaware: The Widener University School of Law, 1998, s. 382

<sup>18</sup> SUBRAMANIAN, Guhan. *Fixing Freezeouts* [online]. law.harvard.edu, prosinec 2004 [cit. 12. ledna 2017].

Dostupné na <[http://www.law.harvard.edu/programs/olin\\_center/papers/pdf/Subramanian\\_501.pdf](http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/Subramanian_501.pdf)>.

<sup>19</sup> Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/25/ES ze dne 21. dubna 2004 o nabídkách převzetí. Úř. věst. L 142, 30. dubna 2004

90/2012 Sb., zákon o obchodních společnostech a družstvech (dále též jen ZOK či zákon o obchodních korporacích).

### 1.2.2 Právní zakotvení

Squeeze-out, neboli nucený přechod účastnických cenných papírů, je v českém právním řádu zakotven v oddílu čtvrtém hlavy páté, který zákonodárce nazval Práva a povinnosti akcionáře, a to v ustanovení § 375 až § 395 zákona o obchodních korporacích. Zákonodárce přebral squeeze-out z ustanovení § 183i obchodního zákoníku, který shledal Ústavní soud jako konformní s ústavním pořádkem ve svém rozhodnutí Pl. ÚS 56/05. Zákonodárce však již neužívá pojem Právo výkupu účastnických cenných papírů, ale tento pojem nahradil již zmíněným pojmem Nucený přechod účastnických cenných papírů. Důvodová zpráva k ZOK navíc uvádí, že nová úprava squeeze-out **„posiluje ochranu menšinových akcionářů, zejména v otázkách přezkumu výše protiplnění.“**<sup>20</sup>

Ustanovení § 375 ZOK stanoví, že akcionář je oprávněn požadovat, aby představenstvo svolalo valnou hromadu a předložilo jí k rozhodnutí návrh na přechod všech ostatních účastnických cenných papírů na tohoto akcionáře, jestliže vlastní ve společnosti akcie odpovídající zákonné prahové hodnotě.

Nucený přechod účastnických cenných papírů je pro majoritního akcionáře jediný ze zákonných způsobů, jímž se může domoci vytěsnění drobných akcionářů.

Minoritní akcionář má právo požadovat vykoupení svých akcií majoritním akcionářem (sell-out), například pokud dojde k freeze-out. Tento proces se nachází v ustanovení § 395 ZOK.

Jak již bylo řečeno, squeeze-out je rozšířený a obecně uznávaný způsob vytěsnění minorit a můžeme ho najít ve většině právních úprav v Evropě i jinde na světě. Na komunitární úrovni squeeze-out upravuje Třináctá směrnice Evropského parlamentu a rady a ustanovení zákona o obchodních korporacích se tak musí vykládat v souladu s touto směrnicí.<sup>21</sup>

### 1.2.3 Postup

Pokud chce majoritní akcionář využít squeeze-out, musí splnit zákonem požadované podmínky. Majoritní akcionář musí být vlastníkem akcií, jejichž souhrnná jmenovitá hodnota činí alespoň 90 % základního kapitálu společnosti, na něž byly vydány akcie s hlasovacími právy, a s nimiž je spojen alespoň 90 % podíl na hlasovacích právech ve společnosti. Pokud je majoritní akcionář vlastníkem akcií, které dosahují této prahové hodnoty, je oprávněn požadovat, aby

<sup>20</sup> Důvodová zpráva ke zákonu č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích) [online]. anag.cz, [cit. 25. prosince 2016]. Dostupné na <[http://www.anag.cz/Files/file/duvodova\\_obchkor.pdf](http://www.anag.cz/Files/file/duvodova_obchkor.pdf)>.

<sup>21</sup> Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/25/ES ze dne 21. dubna 2004 o nabídkách převzetí. Úř. věst. L 142, 30. dubna 2004

představenstvo svolalo valnou hromadu a předložilo jí k rozhodnutí návrh na přechod všech ostatních účastnických cenných papírů na tohoto hlavního akcionáře.<sup>22</sup> Vytěšňovaní akcionáři mají právo na přiměřené protiplnění, jehož výši určí valná hromada na návrh majoritního akcionáře, ovšem majoritní akcionář musí doložit tuto přiměřenost **znaleckým posudkem**, přičemž posudek nesmí být starší tří měsíců. Pokud by účastnické cenné papíry společnosti byly přijaty k obchodování na evropském regulovaném trhu, vyžaduje se také předchozí souhlas České národní banky.<sup>23</sup>

Pokud jsou splněny výše uvedené podmínky, představenstvo svolá valnou hromadu do 30 dní ode dne doručení žádosti. Pozvánka musí obsahovat informace o určení výše protiplnění nebo závěry znaleckého posudku, dále pak výzvu zástavním věřitelům a konečně i vyjádření představenstva k tomu, zda považuje navrženou výši protiplnění za přiměřenou.<sup>24</sup>

Pokud valná hromada schválí návrh na přechod účastnických cenných papírů na majoritního akcionáře, pak výplatu protiplnění pro menšinové akcionáře provede zákonem pověřená osoba. Touto osobou může být pouze banka, obchodník s cennými papíry nebo zahraniční osoba podnikající na území České republiky, jejíž předmět podnikání odpovídá činnosti banky nebo obchodníka s cennými papíry.<sup>25</sup> K přijetí rozhodnutí je potřebný souhlas alespoň 90 % hlasů všech vlastníků akcií, hlavní akcionář a vlastníci prioritních akcií zde mají právo hlasovat vždy. O tomto rozhodnutí se pořizuje notářský zápis.<sup>26</sup>

Za předpokladu, že valná hromada rozhodne v souladu s požadavkem majoritního akcionáře, představenstvo podá bez zbytečného odkladu po přijetí usnesení valné hromady návrh na jeho zápis do obchodního rejstříku. Toto usnesení, společně se závěry znaleckého posudku, je-li vyžadován, se uveřejní.<sup>27</sup>

Jeden měsíc od zveřejnění zápisu usnesení do obchodního rejstříku přechází vlastnické právo k účastnickým cenným papírům na hlavního akcionáře.<sup>28</sup>

#### 1.2.4 Ospravedlnění

Důvod pro zakotvení mechanismu vytěsnění minorit lze spatřovat hned v několika oblastech. Jedním z hlavních důvodů je fakt, že minorita ve společnosti znamená pro společnost značné náklady. Společnost musí nést náklady spojené s oznamovací povinností, se zajištěním místa pro setkávání akcionářů a další náklady spojené se svoláváním valných hromad, nehledě na

<sup>22</sup> Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích), ve znění pozdějších předpisů, § 375

<sup>23</sup> Tamtéž § 376

<sup>24</sup> Tamtéž § 377

<sup>25</sup> Tamtéž § 378

<sup>26</sup> Tamtéž § 382

<sup>27</sup> Tamtéž § 384

<sup>28</sup> Tamtéž § 385

čas, který musí společnost vynaložit. Při velkém počtu minoritních akcionářů mohou být tyto náklady značné a celý proces časově vyčerpávající.

Další důvod pramení z nebezpečí, že bude minoritní akcionář ve společnosti zneužívat svého postavení a bude svým šikanózním jednáním poškozovat celou společnost. Jednání minoritního akcionáře, který vydírá či jinak poškozuje společnost třeba i zneužíváním svých práv, se označuje termínem greenmailing.<sup>29</sup> Například „*právo na vysvětlení a informační povinnost může komplikovat strategická rozhodnutí hlavního akcionáře. Taková rozhodnutí mohou být rovněž napadána jako forma zneužití většiny hlasů ve společnosti v neprospěch menšiny (...). Již samotná možnost takových sporů může ztěžovat podnikatelské záměry hlavního akcionáře.*“<sup>30</sup>

Tyto důvody podtrhuje fakt, že má minoritní akcionář téměř nulovou šanci ovlivňovat řízení společnosti a za těchto okolností přestává být pro společnost přínosem. Stává se pro společnost „černým pasažérem“ a nastává takzvaný free-rider problem.<sup>31 32</sup>

Hodnota ochrany práv minoritního akcionáře se z hlediska veřejného zájmu a zájmu společnosti jako takové jeví jako neproporcionální vzhledem k nákladům a rizikům, které z toho plynou pro společnost, respektive akcionáře majoritního.<sup>33</sup>

### 1.2.5 Zásada rovnosti

Při vytěsnění menšinových akcionářů a určení přiměřeného protiplnění musí soud dbát na právní principy a zásady. Při vytěsňování menšinových akcionářů nesmějí být tyto zásady opomenuty a musí jimi být chráněn účel zákona, který tkví v ochraně minoritních akcionářů. Soud tyto zásady a principy musí zohlednit hlavně v případech, „*kdy oceňovací nauka nedokáže dát v konkrétní věci jednoznačnou odpověď a kdy je třeba přiblížit i k tomu, jaké společenské zájmy příslušné ustanovení zákona chrání.*“<sup>34</sup> Při procesu squeeze-out, kde je jednáno odlišně s různými společníky, je třeba zkoumat především **zásadu rovnosti**, tedy zásadu rovného zacházení se všemi společníky.

Tato zásada je zakotvena v ustanovení § 212 odst. 1 zákona č. 89/2012 Sb., občanský zákoník (dále jen OZ či občanský zákoník), jako obecná zásada, která je konkretizována

---

<sup>29</sup> CARONE, Marco, DE NICOLA, Alessandro. *Italian company law : Companies limited by shares*. Milano: EGEA, 2014. 267 s.

<sup>30</sup> Nález Ústavního soudu ze dne 27. 3. 2008, sp. zn. 56/05, bod 52

<sup>31</sup> BURKART, Mike, LEE, Samuel. *The One Share - One Vote Debate: A Theoretical Perspective* [online]. ssrn.com, 1. června 2017 [cit. 20. 12. 2016]. Dostupné na <<https://ssrn.com/abstract=987486>>.

<sup>32</sup> HERTIG, Gérard, MCCAHERY, Joseph. Company and Takeover Law Reforms in Europe: Misguided Harmonization Efforts or Regulatory Competition?. In ARMOUR, John, MCCAHERY, Joseph (ed.) *After Enron Improving Corporate Law and Modernising Securities Regulation in Europe and the US*. Portland: Hart Publishing, 2006, s. 554.

<sup>33</sup> WINTER, Jaap. *Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids* [online]. ec.europa.eu, 10. ledna 2002 [cit. 25. prosince 2016]. Dostupné na <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf)>.

<sup>34</sup> ZIMA, Petr. *Oceňování podniků v právní praxi*. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2016. 13 s.

v ustanovení § 244 ZOK u úpravy akciové společnosti. Přičemž důvodová zpráva k ZOK uvádí, že „*jakékoliv právní jednání omezující rovnost je neplatné.*“<sup>35</sup> Zásada rovného zacházení se všemi společníky je vnímána jako obecná právní zásada, která vyplývá z podstaty akciové společnosti, z jejího fungování a stejně tak i vnitřního uspořádání. Není tedy třeba výslovného zakotvení této zásady v zákoně o obchodních korporacích, když tato kodifikace má pouze deklaratorní charakter.<sup>36</sup> Z tohoto důvodu lze usoudit, že i když je tato zásada upravena u akciové společnosti, uplatní se obdobně i u ostatních typů společností. Dle ustálené judikatury<sup>37</sup> Soudního dvora Evropských společenství obecná zásada rovného zacházení ukládá, „*aby se srovnatelnými situacemi nebylo zacházeno odlišně a s odlišnými situacemi stejně, není-li takové zacházení objektivně odůvodněno.*“<sup>38</sup> Myšlenka rovného zacházení, jak ji podrobně rozebrala ve svém stanovisku<sup>39</sup> generální advokátka Verica Trstenjak, prochází „*jako červená nit' komunitárním právem i právem některých členských států EU (...) a zjevně představuje v této právní oblasti významný ideál.*“<sup>40</sup>

Vztah mezi společníkem a akciovou společností je založen nabytím akcie společností společníkem. Pokud dojde ke vzniku tohoto vztahu, má společník práva a povinnosti vůči společnosti. Společník má například právo na informace, právo účastnit se valné hromady, právo hlasovat, právo podávat návrhy usnesení a podobná práva (právo podílet se na řízení společnosti), dále pak právo na podíl na likvidačním zůstatku, právo na podíl na zisku a další (majetková práva). Mezi jeho povinnosti patří například povinnost loajality či povinnost splatit vklad. Pro všechny tato práva a povinnosti platí zásada rovného zacházení se všemi společníky. Protože ve společnosti mohou mít různí společníci různá práva (například mohou mít různé druhy akcií či rozdílný podíl na hlasovacích právech), nelze tuto zásadu považovat za absolutní rovnost společníků,<sup>41</sup> ale je ji potřeba vnímat jako „*zákaz svévolného nerovného zacházení*“<sup>42</sup> kdy „*je třeba srovnávat „rovné s rovným*““<sup>43</sup> Za porušení této zásady tedy nelze považovat stav, kdy je minoritní akcionář přehlasován majoritním akcionářem. Na druhou stranu, pokud by minoritnímu akcionáři nebylo umožněno hlasovat vůbec, jednalo by se mimo jiné o porušení

<sup>35</sup> Důvodová zpráva k zákonu č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích) [online]. anag.cz, [cit. 25. prosince 2016]. Dostupné na <[http://www.anag.cz/Files/file/duvodova\\_obchkor.pdf](http://www.anag.cz/Files/file/duvodova_obchkor.pdf)>.; k § 251 až § 257

<sup>36</sup> RACHLITZ, R. In GRIGOLEIT, Ch. (ed). *Aktiengesetz Kommentar*- 1. díl. 1. vydání. München: C. H. Beck, 2013, s. 324 skrze ŠPAČKOVÁ, Michala. Zásada rovného zacházení se všemi akcionáři. *Obchodněprávní revue*, 2016, roč. 8, č. 1, s. 1.

<sup>37</sup> Zejména rozsudky Evropského soudního dvora ze dne 11. července 2006, C-313/04 či ze dne 5. října 1994, C-133/93

<sup>38</sup> Rozsudek ze dne 16. prosince 2008, *Société Arcelor Atlantique, Lorraine a další v Premier ministre a další*, C127/07, Sb. rozh. s. I-09895, bod 23.

<sup>39</sup> Rozsudek ze dne 15. října 2009, *Audiolux SA e.a v Groupe Bruxelles Lambert SA (GBL) a další*, C-101/08, Sb. rozh. s. I-09823, bod 42

<sup>40</sup> Tamtéž

<sup>41</sup> ČERNÁ, Stanislava a kol. *Právo obchodních korporací*. Praha: Wolters Kluwer, 2015. 393 s.

<sup>42</sup> Tamtéž s. 394

<sup>43</sup> Tamtéž

zásady rovného zacházení se všemi společníky. Ani minoritní akcionář tak nemůže být odstřižen od práv, která mu náležejí dle zákona, a to i za předpokladu, že vlastní jediný účastnický cenný papír. Minoritní akcionář s jedinou akcií tedy může například uplatňovat právo na vysvětlení dle ustanovení § 357 a násl. ZOK.

Ze zásady rovného zacházení se všemi akcionáři však existují **výjimky**. První z výjimek nalezneme hned v druhém odstavci ustanovení § 244 ZOK. O porušení této zásady nepůjde, pokud zákon sám stanoví odlišná práva nebo povinnosti pro určité akcionáře či pokud by došlo k porušení zásady rovného zacházení, ale třetí osoba by na právní jednání v dobré víře spoléhala a nepřihlížení k jednání by bylo této osobě na újmu.<sup>44</sup> Ovšem i v případě, kdy zákon stanoví normou odlišné zacházení pro některého z akcionářů, je nutno zásadu rovného zacházení respektovat. Existence této normy tedy neznamená automatické vyloučení zkoumané zásady.<sup>45</sup>

Squeeze-out je právě případem, kdy zákon stanoví odlišné zacházení s určitou skupinou akcionářů. Je tedy nutno zkoumat, zda došlo k porušení zásady rovného zacházení. Při určení, zda je v tomto případě zásada porušena či není, je nutné zohlednit několik faktorů.<sup>46</sup>

Minoritní akcionář je při squeeze-out zcela jistě znevýhodněn oproti majoritnímu akcionáři. Nemůže procesu zabránit a dojde k jeho vytěsnění ze společnosti. Majoritní akcionář mu poskytne protiplnění a on nebude dále participovat na společnosti, ztratí vlastnické právo k cenným papírům společnosti. Důvody pro odlišné zacházení stanoví přímo zákon, přičemž při splnění zákonných podmínek má majoritní akcionář právo na vytěsnění minoritního akcionáře. Dalším zkoumaným faktorem musí být dodržení proporcionality, tedy zda jsou naplněna kritéria vhodnosti, potřebnosti a porovnání závažnosti.<sup>47</sup> U procesu squeeze-out jsou tyto faktory naplněny a lze konstatovat, že squeeze-out prolamuje zásadu rovného zacházení se všemi společníky.<sup>48</sup> Není tedy porušením této zásady, když splňuje výše uvedené podmínky.

Také Ústavní soud ve svém rozhodnutí vyslovil, že squeeze-out nelze považovat za porušení zásady rovného zacházení se všemi společníky, neboť je založen „na racionálních a objektivních důvodech.“<sup>49</sup> Ústavní soud v témže rozhodnutí zmínil, že práva, která jsou v zákoně zakotvena na ochranu akcionářů bez ohledu na počet akcií vlastněných akcionářem, mohou být dokonce na újmu majoritnímu akcionáři. Jedná se například o práva účastnit se valné hromady, právo na informace či právo hlasovat. Protože u těchto práv nezáleží na velikosti podílu, zákon chrání všechny akcionáře před jejich porušením stejně. Zde se zásada stejného zacházení se všemi

---

<sup>44</sup> Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích), ve znění pozdějších předpisů, § 244 odst. 2

<sup>45</sup> ŠPAČKOVÁ, Michala. Zásada rovného zacházení se všemi akcionáři. *Obchodněprávní revue*, 2016, roč. 8, č. 1, s. 5.

<sup>46</sup> ŠPAČKOVÁ, Michala. Zásada rovného zacházení se všemi akcionáři. *Obchodněprávní revue*, 2016, roč. 8, č. 1, s. 6.

<sup>47</sup> MELZER, Filip. *Metodologie nalézáni práva*. 2. vydání. Praha: C. H. Beck, 2011. 64 s.

<sup>48</sup> ŠPAČKOVÁ, Michala. Zásada rovného zacházení se všemi akcionáři. *Obchodněprávní revue*, 2016, roč. 8, č. 1, s. 5.

<sup>49</sup> Nález Ústavního soudu ze dne 27. 3. 2008, sp. zn. 56/05, bod 62



akcionáři uplatní bez výjimek. Pokud bude minoritní akcionář uplatňovat tato práva, v některých případech může dojít ke znevýhodnění majoritního akcionáře či k jeho poškození. Minoritní akcionář může uplatněním práv vytvářet obstrukce či nepřímo poškodit majoritního akcionáře. Dochází tak „*ke ztížení pozice hlavního akcionáře, jehož investice může být na základě uplatnění takových práv obrožena.*“<sup>50</sup> Dodržování zásady rovného zacházení se všemi společníky tedy může za určitých okolností směřovat k tomu, že bude majoritní akcionář společnosti přímo či nepřímo poškozen.

### 1.3 Nepravý squeeze-out

Jako nepravý squeeze-out se označuje situace, kdy dojde k převzetí jmění společnosti jedním společníkem a původní společnost se zruší bez likvidace. Jedná se o jednu z forem přeměn obchodních společností upravené v zákoně č. 125/2008 Sb., o přeměnách obchodních společností a družstev (dále jen zákon o přeměnách).

Dle ustanovení § 22a tohoto zákona se k rozhodnutí o převodu jmění na akcionáře vyžaduje souhlas alespoň 90 % hlasů všech akcionářů zanikající společnosti. Pokud valná hromada společnosti rozhodne o přeměně akciové společnosti, dle ustanovení § 341 je přejímající společník povinen poskytnout ostatním společníkům zanikající společnosti vypořádání v penězích. Podobně jako u pravého squeeze-out, musí být i zde výše vypořádání, které je poskytováno ostatním společníkům zanikající společnosti, přiměřené reálné hodnotě jejich podílů. Tato přiměřenost musí být doložena posudkem znalce.

Pravý squeeze-out a nepravý squeeze-out jsou tedy instituty značně podobné. Je ale nutné uvědomit si, že celý postup při nepravém squeeze-out „*respektuje základní zásady přeměn, je proto složitější, delší, finančně náročnější a rizikovější.*“<sup>51</sup> Při pravém squeeze-out dochází k přechodu účastnických cenných papírů menšinových akcionářů na akcionáře většinového, kdežto u squeeze-out nepravého „*původní společnost zaniká a je nahrazena právním nástupcem v podobě hlavního společníka, dochází tedy ke změně v subjektu korporace.*“<sup>52</sup>

---

<sup>50</sup> Tamtéž

<sup>51</sup> POKORNÁ, Jarmila. In BĚLOHLÁVEK, Alexander (ed). *Komentář ke zákonu o obchodních korporacích*- 2. díl. 1. vydání. Plzeň: Aleš Čeněk, 2013, s. 1594

<sup>52</sup> Tamtéž

## 2 Přiměřené protiplnění

### 2.1 Definice pojmu „přiměřené protiplnění“

Na první pohled by se mohlo zdát, že problematika ocenění přiměřeného protiplnění je čistě jen otázkou skutkovou, otázkou pro znalce. Hlavní akcionář taky musí doložit přiměřenost protiplnění znaleckým posudkem.<sup>53</sup> Před tím, než je možné konstatovat, jaký typ otázky se na problematiku ocenění vztahuje, se nejprve musí vyložit neurčitý právní pojem „přiměřenost protiplnění“.

V případech jako je squeeze-out správnost ocenění hraje elementární roli. Pokud je cena za akcii nastavena příliš vysoko, pak transakce nebude majoritnímu akcionáři dávat smysl. Pokud bude cena nastavena příliš nízko, pak nebude dávat smysl akcionáři, který má být vyplacen.<sup>54</sup> Vzhledem k tomu, že squeeze-out je pro minoritního vlastníka nedobrovolný a nemůže mu zabránit, zákonodárce na jeho ochranu stanovil právo na přiměřené protiplnění v penězích. Přiměřenost je v tomto případě kritériem výše protiplnění, které vytěsňený akcionář má obdržet od majoritního akcionáře. Jiné kritérium by bylo určující, pokud by investor kupoval společnost či podíl na ní a jiné kritérium, pokud necháme ocenit nemovitost. Zákonodárce právě kvůli nedobrovolnosti tohoto institutu do právní normy vložil požadavek přiměřenosti.

Bezpochyby je právě úkolem soudu tento **neurčitý právní pojem** vyložit, jak se ostatně stalo v mnohých jiných případech, kdy soud musel vyložit neurčitý právní pojem („veřejný pořádek“ nebo „dobré mravy“). Příkladem může být rozhodnutí Nejvyššího správního soudu,<sup>55</sup> kde soud stanovil, že *„každé ustanovení právního předpisu (...) musí rozhodující orgán (soud či správní orgán) nejprve vyložit a následně jej aplikovat na posuzovaný případ. Přitom výklad určitého právního pojmu musí být vždy tentýž; pojmovým znakem určitosti je totiž neměnnost, tentýž právní pojem tedy není možno vyložit s odlišným významem v různých případech.“*<sup>56</sup> Výklad pojmu může být v některých případech velmi široký. Tento rozsah závisí například na tom, k čemu v kontextu daného právního případu neurčitý pojem slouží, tedy s ohledem na účel, pro který byl neurčitý právní pojem v daném právním předpise použit.<sup>57</sup>

Soud by tak měl pojem „přiměřené protiplnění“ vyložit a definovat, co je při oceňování v konkrétním případě možné, jaké postupy lze použít, případně i jaký diskont lze využít či naopak co při oceňování přípustné není. Soud by měl při výkladu vycházet z účelu právní normy, který

<sup>53</sup> Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích), ve znění pozdějších předpisů, § 376 odst. 1

<sup>54</sup> COATES, John. *Fair Value as an Avoidable Rule of Corporate Law: Minority Discounts in Conflict Transactions* [online]. dash.harvard.edu, červen 1999 [cit. 27. prosince 2016]. Dostupné na <<http://nrs.harvard.edu/urn-3:HUL.InstRepos:12942308>>.

<sup>55</sup> Usnesení Nejvyššího soudu ze dne 15. července 2010, sp. zn. 8 As 54/2009-84

<sup>56</sup> Tamtéž

<sup>57</sup> Tamtéž

lze spatřovat v ochraně menšinových akcionářů.<sup>58</sup> „Není akceptovatelné, aby soud definoval pojem obsažený v právní normě tak, že odkáže na znalecký posudek a vysloví, že právě to, co říká znalec, představuje definici přiměřeného vypořádání.“<sup>59</sup> Navíc v případě, kdy si znalecký posudek objedná a zaplatí majoritní akcionář, pak podjatost znalce je minimálně diskutabilní.

Na tuto otázku již odpověděla judikatura, a to především amerických soudů. V jednom ze svých rozhodnutí coloradský Nejvyšší soud<sup>60</sup> podrobně zkoumal definici přiměřeného protiplnění v právních předpisech ostatních států a v soudních rozhodnutích odlišných jurisdikcí a došel k závěru, že tato otázka je otázkou právní, nikoli čistě znaleckou. Soud odkazuje i na další rozhodnutí, která jeho názor potvrzují, například rozhodnutí Nejvyššího soudu státu New Jersey<sup>61</sup> a poukazuje tak na tento rozšířený trend. Coloradský soud ve svém rozhodnutí dále uvádí, že „spravedlivá hodnota“ interpretovaná případ od případu má za následek definici, která je přespříliš nepřesná pro použití v obchodní sféře. Pokud by se interpretoval tento pojem případ od případu, strany směřující ke sporu by nevěděly, co soud považuje za určující. V některých případech by soud mohl určit jako „spravedlivé“ přiznat akcionáři jeho poměrný podíl na společnosti. V jiných případech může soud označit za „spravedlivé“ přiznat pouze tržní hodnotu akcionářových akcií. Dále pak poznamenává, že je to nevýhodné jak pro společnost, tak i pro minoritního vlastníka, právě pro **subjektivnost** a **nepředvídatelnost** rozhodování případ od případu. To vede k zbytečným sporům, a navíc je nákladné a neefektivní řešit spory mezi společnostmi a akcionářem, který s přiměřeným protiplněním nesouhlasí. Definice, která se liší soud od soudu, není definicí vůbec, a nemůže to být podoba, kterou zákonodárce zamýšlel. Spravedlivá hodnota tak musí mít dle Coloradského soudu **definitivní výklad**.

Ostatně k podobnému závěru došel i Nejvyšší správní soud České republiky, který u výkladu neurčitých pojmů uvedl, že „výklad neurčitých pojmů musí být předvídatelný do té míry, že v obdobných případech musí být tyto pojmy vykládány obdobně, aby tak nedocházelo k libovůli při aplikaci práva a vytváření nedůvodného rozdílného zacházení.“<sup>62</sup>

V judikatuře českých soudů nenalezneme mnoho rozhodnutí, které se ztotožňují s názorem, že by soud měl nejprve jako právní otázku definovat přiměřenost protiplnění. Až Vrchní soud v Praze ve svém rozhodnutí<sup>63</sup> akceptoval závěr znaleckého ústavu, který uvedl, že „pojem přiměřené ceny nemá v odborné ekonomické rovině sám o sobě žádnou jednoznačnou náplň z hlediska jeho obsahového vymezení a že při absentující zvláštní právní úpravě nemá k dispozici ani žádná legislativní vodítka,

<sup>58</sup> ZIMA, Petr. Oceňování při squeeze-out. *Právní rozhledy*, 2011, roč. 19, č. 8, s. 268.

<sup>59</sup> Tamtéž

<sup>60</sup> *Pueblo Bancorp. v. Lindoe*, 63 P.3d 353, (Colo. 2003)

<sup>61</sup> *Balsamides v. Protameen Chemicals, Inc*, 160 N.J. 352, (N.J. 1999)

<sup>62</sup> Usnesení Nejvyššího správního soudu ze dne 30. dubna 2008, sp. zn. 4 As 34/2007-129

<sup>63</sup> Usnesení Vrchního soudu v Praze ze dne 11. června, sp. zn. 7 Cmo 447/2009

při jejichž použití by bylo možné spolehlivým způsobem pojem přiměřené ceny přiřadit k nějakému ustálenému termínu v rovině odborné.“<sup>64</sup> Jinými slovy, znalecký ústav nevěděl jak definovat onu „přiměřenost“, ke které měl svým znaleckým posudkem dojít. Znalecký ústav ani nemohl tento pojem definovat, neboť ve znaleckém posudku nemůže odpovídat na otázky právní. Jak uvádí doktor Zima ve svém článku,<sup>65</sup> Vrchní soud v Praze pojmul v tomto rozhodnutí roli soudu při definici přiměřenosti stejně jako soudy americké. Vzněl požadavek, aby byla nejprve jako právní otázka definována přiměřenost a aby byla nastavena pravidla, podle nichž se bude přiměřenost posuzovat.<sup>66</sup> Tento začínající trend v nahlížení na definici přiměřeného protiplnění lze hodnotit jen kladně. Teprve pokud budou nastavena zmíněná pravidla pro výklad přiměřenosti, znalec bude moci dojít ke správnému výsledku.

V rozhodnutí Ústavního soudu Pl. ÚS 56/05<sup>67</sup>, které je jedno ze základních rozhodnutí týkající se squeeze-out, Ústavní soud pouze nadnesl, že „Přiměřenost značí požadavek přiblídnout ke všem podstatným okolnostem v souvislosti s nuceným výkupem.“ Toto však nelze považovat za plnohodnotnou definici přiměřeného protiplnění ani za definici pojmu přiměřenost, ale spíše za prvotní pokus o přiblížení se neurčité části pojmu, který však přinesl další otazníky. Dále pak Ústavní soud konstatoval, že „Co to je přiměřená cena, lze stanovit odborným a na stranách nezávislým postupem pod kontrolou České národní banky s možností soudního přezkumu.“<sup>68</sup> Jak je výše uvedeno, není tento odkaz ze strany Ústavního soudu dostatečný.

### 2.1.1 Volba postupu při ocenění

Ústavní soud ve svém nedávném rozhodnutí z ledna roku 2016<sup>69</sup> zmiňuje, že určení hodnoty podniku společnosti je skutková otázka, ale následné určení výše protiplnění je otázkou právní. K tomu dodává, že není možné směšovat otázku určení hodnoty podniku a určení výše protiplnění, „neboť určení hodnoty podniku předpokládá, resp. vyžaduje odborné hodnocení, a následně tvoří základ pro stanovení výše přiměřeného protiplnění za jednu akcií společnosti, při němž soud vychází z hodnoty podniku společnosti za současného zohlednění i dalších v úvahu přicházejících skutečností.“<sup>70</sup> Ústavní soud tak nechává posouzení hodnoty podniku čistě na znalci, který může provést ocenění hodnoty podniku dle svého odborného úsudku. Soud má následně z tohoto ocenění určit výši přiměřeného protiplnění. Problém ale může nastat za situace, kdy již samotné ocenění podniku bude poddimenzované.

<sup>64</sup> Tamtéž

<sup>65</sup> ZIMA, Petr. Ocenování při squeeze-out. Právní rozhledy, 2011, roč. 19, č. 8, s. 268.

<sup>66</sup> Usnesení Vrchního soudu v Praze ze dne 11. června, sp. zn. 7 Cmo 447/2009

<sup>67</sup> Nález Ústavního soudu ze dne 27. 3. 2008, sp. zn. 56/05, bod 66

<sup>68</sup> Tamtéž, bod 68

<sup>69</sup> Nález Ústavního soudu ze dne 12. ledna 2016, sp. zn. I. ÚS 1054/13

<sup>70</sup> Nález Ústavního soudu ze dne 12. ledna 2016, sp. zn. I. ÚS 1054/13, bod 21

Z judikatury evropských a amerických soudů na druhou stranu spíše vyplývá, že volba standardu hodnoty a metody používané znalcem pro ocenění společnosti je otázkou právní, ne otázkou skutkovou<sup>71</sup> a „*tak zásadní věc, jakou je volba metody, nelze ponechávat jen na volné úvaze znalce.*“<sup>72</sup> Standardy hodnoty a metody používané znalci pro ocenění společnosti jsou velice citlivé na vstupní data, náchylné na ovlivnění a již samotným použitím odlišné metody lze dojít i k úplně odlišnému výsledku. Pokud tedy soud nechá celý proces ocenění společnosti na znalci a následně bude sám pracovat s tímto výsledkem znaleckého posudku jako se základní hodnotou pro určení přiměřeného protiplnění, a to bez současného detailního přezkumu celého procesu ocenění, může být výsledné přiměřené protiplnění do značné míry ovlivněno. Z tohoto důvodu ve světě převládá koncepce výše nastíněná a volba postupu není ponechána jen odbornému úsudku znalce.

## 2.2 Účel ocenění

Pro správné ocenění společnosti je nejprve nutné hledat účel, pro který se společnost oceňuje. Odlišné hodnoty a postupy budou využity pro ocenění způsobené škody či pro ocenění společnosti, kterou zamýšlí investor koupit. Jiné budou využity pro ocenění společnosti a následné určení přiměřeného protiplnění u vytěsnění menšinových akcionářů. Každý účel má svá specifika, ke kterým je nutné přihlídnout, a to z toho důvodu, že výsledná hodnota společnosti je přímo ovlivněna účelem ocenění a je na tomto účelu závislá.<sup>73</sup> Účel ocenění dále ovlivňuje i využití velice diskutovaného diskontu za minoritu, tedy jakousi srážku za nemožnost ovlivnění společnosti, způsobené malým podílem na ní. Tato srážka je obecně přijímaná například za předpokladu, že investor zamýšlí koupit minoritní balík akcií společnosti, ale je nepřípustná u ocenění pro potřeby squeeze-out, neboť zde je právě odlišný účel oceňování.<sup>74</sup> V dokumentu Informace České národní banky k oceňování účastnických cenných papírů pro účely povinných nabídek převzetí, veřejných návrhů smlouvy a vytěsnění (OCE) se mimo jiné Česká národní banka (dále jen ČNB) vyjádřila k tomu, co je účelem znaleckého posudku, který je předkládán majoritním akcionářem. Účelem posudku je dle tohoto dokumentu „*ekonomicky racionálně a transparentně odůvodnit přiměřenost navržené výše protiplnění a tím zajistit, aby výše protiplnění byla stanovena přesvědčivě a způsobem, který je vnitřně konzistentní a umožňuje zpětnou kontrolu.*“<sup>75</sup> V procesu squeeze-out

<sup>71</sup> ZIMA, Petr. K rozhodnutí Nejvyššího soudu ve věci přístupu k oceňování a metodám oceňování. *Právní rozhledy*, 2013, roč. 21, č. 5, s. 180.

<sup>72</sup> Tamtéž

<sup>73</sup> KRABEC, Tomáš. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. 1. vydání. Praha: Grada Publishing, 2009. 132 s.

<sup>74</sup> Ze stejného důvodu není použitelná ani srážka za nízkou likviditu, tedy (ne)možnost rychle zpeněžit investici.

<sup>75</sup> *Informace ČNB k oceňování účastnických cenných papírů pro účely povinných nabídek převzetí, veřejných návrhů smlouvy a vytěsnění (OCE) Verze 1.1* [online]. cnb.cz, 16. srpna 2014 [cit. 26. února 2017]. Dostupné na <[https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled\\_financni\\_trh/legislativni\\_zakladna/emise\\_ev\\_idence\\_cp\\_nabidky\\_prevzeti\\_vytesneni/download/metodika\\_oce\\_20100816.pdf](https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/legislativni_zakladna/emise_ev_idence_cp_nabidky_prevzeti_vytesneni/download/metodika_oce_20100816.pdf)>.

je patrná nedobrovolnost celé transakce pro menšinového akcionáře a účelem je tedy primárně ochrana zájmů tohoto menšinového akcionáře. Pro účel tohoto ocenění by bylo použití takovéto srážky pro menšinového akcionáře nespravedlivé.<sup>76</sup>

Touto otázkou se také důkladně zabývala judikatura amerických soudů, a to jako otázkou právní, a nikoli otázkou čistě skutkovou. Využití srážek je dle judikatury z pohledu menšinových akcionářů v rozporu s požadavkem na stanovení spravedlivé hodnoty. Nespravedlivě je tak využitím různých srážek (za minoritu či za nelikviditu) zvýhodňován majoritní akcionář na úkor minoritního akcionáře.<sup>77</sup> Menšinový akcionář v tomto případě nevstupuje do transakce dobrovolně a ve většině případů nechce své akcie prodat. Z tohoto důvodu je důležité dbát na jeho zvýšenou ochranu. Vždy je tedy nutné sledovat konkrétní účel, pro který je daná společnost oceňována, přestože pro odlišný účel oceňování mohou být dané srážky obecně přijímané.

Stanovení účelu ocenění je tedy prvním krokem v procesu oceňování společnosti, na který navazují další, tedy stanovení standardu hodnoty a stanovení oceňovací metody.

## 2.3 Standardy hodnoty

Pro řádné ocenění majetku je nutné zkoumat, „*jaká hodnota se hledá, tj. určit konkrétní standard hodnoty pro činnost znalce.*“<sup>78</sup> Pro různé případy ocenění majetku bude zpravidla standard hodnoty odlišný a nelze tedy najít jeden obecný standard hodnoty, který by pokryl všechny možnosti použití. Výběr správného standardu hodnoty poté determinuje výběr správné metody ocenění.<sup>79</sup> Podobně jako je to v některých zahraničních úpravách, výběr standardu hodnoty a následný výběr metody ocenění, by měl být v rukou soudu, a ne čistě jen na znalci.

V České republice bohužel prozatím nenajdeme žádné závazné oceňovací standardy. Tento nedostatek může mít dalekosáhlé důsledky pro výsledný posudek znalce, neboť právě standardy mají omezovat znalce a tím **zabránit možné libovůli** v oceňování.<sup>80</sup> Při širším rozhledu můžeme najít různé oceňovací standardy, jako například International Valuation Standards<sup>81</sup> či European Valuation Standards<sup>82</sup>. V České republice můžeme nahlédnout do zákona č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku a o změně některých zákonů (zákon o oceňování majetku), ten však pokrývá jen velmi malou část případů. Dále již můžeme najít pouze různé metodiky, informace či doporučení, které však nemají obecnou závaznost. Například Česká národní banka v souladu se zákonem č. 6/1993 Sb., o České národní bance a se zákonem č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti

<sup>76</sup> ZIMA, Petr. *Oceňování podniků v právní praxi*. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2016. 139 s.

<sup>77</sup> *Cavalier Oil Corp. v. Harnett*, 564 A.2d 1137, 1145 (Del. 1989)

<sup>78</sup> ZIMA, Petr. *Oceňování podniků v právní praxi*. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2016. 56 s.

<sup>79</sup> Tamtéž s. 61

<sup>80</sup> Tamtéž s. 60

<sup>81</sup> Dostupné na <https://www.ivsc.org/>

<sup>82</sup> Dostupné na <http://www.tegova.org/>

kapitálového trhu, vykonává dohled nad kapitálovým trhem a v rámci této pravomoci může vykládat a aplikovat právní předpisy regulující tuto oblast. ČNB vydala dokument Informace ČNB k oceňování účastnických cenných papírů pro účely povinných nabídek převzetí, veřejných návrhů smlouvy a vytěsnění (OCE). Vysoká škola ekonomická vydala Standard pro oceňování podniku v České republice (S1 OP VŠE), který si klade za cíl vymezit základní rámec pro oceňování podniku v podmínkách České republiky a stanovit požadavky na obsah znaleckého posudku. Zatím je však stále ve stádiu diskuzí.

Pro ocenění podniku pro účely squeeze-out jsou využívány ve světě i v různých evropských státech různé standardy hodnoty. Těchto standardů hodnot a jejich různých kombinací jsou desítky.<sup>83</sup> Odlišují se od sebe použitými vstupními daty, použitou hodnotou i účelem použití pro konkrétní případ v určitém místě a čase.<sup>84</sup>

Pro účel stanovení hodnoty společnosti při procesu squeeze-out jsou znalci nejčastěji využívány tři standardy hodnot, a to standardy založené na spravedlivé tržní hodnotě, na tržní hodnotě podniku a na spravedlivé hodnotě.<sup>85</sup>

### 2.3.1 Spravedlivá tržní hodnota

Spravedlivá tržní hodnota je cena, za kterou majetek změní vlastníka, přičemž chtivý kupující s prodávajícím nemají žádnou povinnost koupit či prodat a oba mají znalost všech relevantních faktů o dotčeném majetku. Spravedlivá tržní hodnota se často využívá ke stanovení ceny určitého majetku pro daňové účely a tento test koupěchtivý-prodejechtivý pro účely stanovení spravedlivé tržní hodnoty je skoro tak stejně starý jako daně samé.<sup>86</sup> Tato, v judikatuře již klasická definice, je využitelná i dnes a soudy ji často ve svých rozhodnutích využívají.<sup>87</sup>

Kupující a prodávající, kteří zde vystupují, jsou pouze hypotetičtí. Lze tedy vyloučit vliv případné zvláštní motivace kupujícího či prodávajícího. Tato motivace může způsobit, že majetek pro kupujícího, případně pro prodávajícího, má větší hodnotu a dojde tak ke zkreslení spravedlivé tržní hodnoty. Kdyby zde však byla skupina soutěžících kupujících či prodávajících, kteří by byli motivováni stejně, tato skupina by vytvořila trh, kde by se mohl setkat hypotetický prodávající a

---

<sup>83</sup> Například standard hodnoty založený na investiční hodnotě, základní hodnotě podniku, tržní hodnotě a další.

<sup>84</sup> PRATT, Shannon. *The Opinion of the College on Defining Standards of Value Initiation* [online]. appraisers.org, červen 1989 [cit. 5. ledna 2017]. Dostupné na <<http://www.appraisers.org/docs/default-source/college-of-fellows-articles/defining-standards-of-value.pdf>>.

<sup>85</sup> ZIMA, Petr. *Oceňování podniků v právní praxi*. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2016. 62 s.

<sup>86</sup> *United States v. Cartwright*, 411 U.S. 546, (U.S. 1973)

<sup>87</sup> Například v *Catlin (syndicate 2003) at Lloyd's v. San Juan Towing & Marine Servs., Inc.*, 979 F.Supp.2d 181, (D.P.R. 2013) či *Clean Harbors, Inc. v. Safety-Kleen, Inc.*, C.A. No. 6117-VCP (Del. 2011)

kupující. Cena, kterou by tato skupina považovala za přijatelnou, by pak vytvořila cenu, kterou lze označit za spravedlivou tržní hodnotu.<sup>88</sup>

Právě hypotetickým kupujícím se spravedlivá tržní hodnota odlišuje od investiční hodnoty. „*Investiční hodnota znamená hodnotu pro určitého kupujícího či prodávajícího spíše než pro hypotetického kupujícího či prodávajícího.*“<sup>89</sup>

### 2.3.2 Tržní hodnota

Tržní hodnotu definuje například Rada pro mezinárodní oceňovací standardy (dále jen IVSC<sup>90</sup>). Tržní hodnota je dle tohoto mezinárodního standardu „*odhadovaná částka, za kterou by měl být směněn majetek k datu ocenění mezi koupěchtivým a prodávajícím při transakci nezávislých subjektů po řádně provedeném marketingu, kde strany jednaly informovaně, obezřetně a bez nátlaku.*“<sup>91</sup> Tato odhadovaná částka je nejlepší dosažitelná částka pro prodávajícího a nejnižší částka pro kupujícího.<sup>92</sup>

Celý koncept stanovení tržní hodnoty vyžaduje, aby projednávaná cena, která má být výstupní částkou tohoto standardu, byla soutěžena na otevřeném a zdravě kompetitivním trhu, kde všechny strany jednají svobodně.

Tržní hodnota a spravedlivá tržní hodnota, ač jsou někdy používány zaměnitelně, se mohou značně lišit. Spravedlivá tržní hodnota je vlastně specifický typ tržní hodnoty, který je stanoven zákonem. Tržní hodnota je odhad nejpravděpodobnější ceny, za kterou lze prodat či koupit a předpokládá přechod vlastnictví k určitému datu za běžných podmínek.<sup>93</sup>

### 2.3.3 Spravedlivá hodnota

Spravedlivá hodnota je často využívaný standard, který bývá využit například při stanovení hodnoty podniku při rozporech mezi společníky, pro stanovení hodnoty společnosti při jejím zániku ale i pro ocenění majetku v případě rozvodu.<sup>94</sup> Právě standard spravedlivé hodnoty se

---

<sup>88</sup> PRATT, Shannon. *Business Valuation Discounts and Premiums*. 2. vydání. New Jersey: John Wiley and Sons, 2009. 10 s.

<sup>89</sup> Tamtéž s. 11

<sup>90</sup> Rada pro mezinárodní oceňovací standardy (IVSC) je nezávislá nezisková organizace, která vytváří a implementuje ve veřejném zájmu všeobecně přijímané normy pro oceňování aktiv po celém světě.

<sup>91</sup> *International Valuation Standards Council: International Valuation Standards 2013, Framework and Requirements* [online]. valuerinstitute.com, 1. ledna 2014 [cit. 20. ledna 2017]. Dostupné na <[http://www.valuersinstitute.com.au/docs/professional\\_practice/International%20Valuation%20Standards%202013.pdf](http://www.valuersinstitute.com.au/docs/professional_practice/International%20Valuation%20Standards%202013.pdf)>. čl. 29

<sup>92</sup> Tamtéž čl. 30 písm. a)

<sup>93</sup> MALONEY, David. *Market Value vs. Fair Market Value: What's the Difference?* [online]. appraisalcourseassociates.com, 2012 [cit. 22. ledna 2017]. Dostupné na <<https://www.appraisalcourseassociates.com/2012/10/01/1265/>>.

<sup>94</sup> FISHMAN, Jay, PRATT, Shannon, MORRISON, William. *Standards of Value: Theory and Applications*. New Jersey: John Wiley and sons, 2013. 23 s.



nejčastěji využívá při transakcích, které **postrádají znak dobrovolnosti** a je tak často využíván i při stanovení hodnoty akcií při procesu squeeze-out v americkém právním prostředí.<sup>95</sup>

Dle IVSC je spravedlivá hodnota „*odhadovaná cena pro transfer majetku mezi konkrétními, informovanými a ochotnými stranami, která odráží příslušné zájmy těchto stran.*“<sup>96</sup> Spravedlivá hodnota vyžaduje pro posouzení férovosti vzít do úvahy příslušné výhody a nevýhody, které získá každá ze stran transakce.<sup>97</sup> Spravedlivá hodnota je širší než tržní hodnota, nicméně může nastat situace, kde hodnota, která je férová mezi konkrétním prodávajícím a kupujícím bude použitelná taktéž pro trh.<sup>98</sup>

Delaware General Corporation Law (dále jen DGCL) v § 262 písm. h) stanoví, že soud určí spravedlivou hodnotu akcií s vyloučením jakéhokoliv prvku hodnoty, vyplývající z plnění nebo očekávání fúze či konsolidace, spolu s úroky, pokud jsou, které mají být zaplacený na částku určenou za spravedlivou hodnotu. Při stanovení této spravedlivé hodnoty, musí soud vzít v úvahu všechny relevantní faktory.

Otázkou spravedlivé hodnoty se zabývala taktéž judikatura,<sup>99</sup> která specifikovala zákonem zmíněné relevantní faktory například v případě *Tri-Continental Corp. v. Battye*. Dle soudu zde lze spravedlivou hodnotu najít díky ocenění, jehož základním znakem je, že akcionář má právo na zaplacení toho, co mu bylo odňato, tedy jeho poměrný díl na společnosti a vypořádání jeho zájmu na setrvání ve společnosti. Ke spravedlivé hodnotě lze dojít tak, že znalec a soud vezmou v úvahu všechny faktory a prvky, které se mohou pro stanovení spravedlivé hodnoty použít. Mezi ně patří tržní hodnota společnosti, hodnota vlastního kapitálu společnosti, vyplácené dividendy, vyhlídky na budoucí výdělek, stav celé společnosti a další případné skutečnosti, které jsou známy nebo který by mohly být zjištěny ke dni provedení transakce a které by mohly mít vliv na budoucí stav společnosti.<sup>100</sup> Jedinou výjimkou k čemu není dovoleno přihlídnout, jsou „*spekulativní prvky hodnoty, které mohou vzniknout z "úspěchu či očekávání" fúze.*“<sup>101</sup> Prvky budoucího vývoje společnosti lze tedy vzít v úvahu, pouze pokud nejsou produktem spekulací, který pramení z připravované

---

<sup>95</sup> MURDOCK, Charles. *Evolution of Effective Remedies for Minority Shareholders and Its Impact upon Valuation of Minority Shares* [online]. scholarship.law.nd.edu, 1. června 1999 [cit. 2. února 2017]. Dostupné na <<http://scholarship.law.nd.edu/ndlr/vol65/iss3/2/>>. s. 463

<sup>96</sup> *International Valuation Standards Council: International Valuation Standards 2013, Framework and Requirements* [online]. valuerinstitute.com, 1. ledna 2014 [cit. 20. ledna 2017]. Dostupné na <[http://www.valuersinstitute.com.au/docs/professional\\_practice/International%20Valuation%20Standards%202013.pdf](http://www.valuersinstitute.com.au/docs/professional_practice/International%20Valuation%20Standards%202013.pdf)>. čl. 38

<sup>97</sup> Tamtéž čl. 40

<sup>98</sup> Tamtéž čl. 41

<sup>99</sup> Například *Owen v. Lynn Cannon, Bryn Owen, Energy Servs. Grp., Inc.*, C.A. No. 8860-CB (Del. Ch. 2015), *Tri-Continental v. Battye*, 31 Del. Ch. 523, (Del. 1950) či *Coe Co. v. Minneapolis-Moline Co.*, 31 Del. Ch. 368, (Del. Ch. 1950)

<sup>100</sup> *Tri-Continental v. Battye*, 31 Del. Ch. 523, (Del. 1950)

<sup>101</sup> *Weinberger v. Uop, Inc.*, 457 A.2d 701, 713, (Del. 1983)

transakce. K tomu lze dodat, že dle judikatury<sup>102</sup> státu Delaware je společnost oceňována jako společnost pokračující v podnikání a nepoužívá se likvidační hodnota či již zmíněná tržní hodnota.<sup>103</sup> Na tomto místě je však prozatím důležitý pouze standard hodnoty.

Menšinový akcionář, který je při procesu squeeze-out vytěsněn ze společnosti, by za své akcie měl od majoritního akcionáře obdržet protiplnění, na které je nahlíženo právě standardem spravedlivé hodnoty, a to proto, aby byl naplněn účel zákona, který tkví v ochraně menšinových akcionářů. Měl by tedy obdržet protiplnění v penězích, které má stanovenou spravedlivou hodnotu výše uvedeným způsobem. Toto protiplnění odráží jeho zájmy a jsou při jeho stanovení vzaty do úvahy výhody a nevýhody, které získá každá ze stran transakce.

## 2.4 Oceňovací metody

Pokud již je jasné, jaký je účel ocenění a jaký standard hodnoty bude pro konkrétní ocenění podniku použit, dalším krokem pro zjištění přiměřeného protiplnění je určení příslušné oceňovací metody. Určení toho, jaká oceňovací metoda má být použita, však nelze rozhodnout hned. Jediný případ, kdy by bylo možno rozhodnout o metodě ocenění hned, je situace, kdy je podnik v úpadku a „*kde není šance na obrát k lepšímu a kde se nabízí metoda likvidační hodnoty.*“<sup>104</sup> Dle nálezu Ústavního soudu ve věci Pl. ÚS 56/05,<sup>105</sup> který se v této věci odvolává na stanovisko Komise pro cenné papíry, musí znalec zohlednit veškeré skutečnosti, které mohou ovlivnit jeho rozhodnutí o použití oceňovací metody, aby tak byla zajištěna plná náhrada za akcie minoritního vlastníka při procesu squeeze-out. Znalec má nejdříve provést strategickou analýzu společnosti, analýzu tržeb, silných a slabých stránek (SWOT analýza) a finanční analýzu. Poté znalec může přistoupit k výběru nejvhodnější oceňovací metody. Dále stanoví, že je touto metodou nejčastěji metoda diskontovaných peněžních toků (DCF). Ze stanoviska dále plyne, že pravidla pro tvorbu znaleckých posudků nemohou mít podobu závazného právního předpisu, a to z důvodu jedinečnosti každé oceňované společnosti.

Tento názor rezonuje i v následné judikatuře Nejvyššího soudu. Ten ve věci 29 Cdo 2214/2010 uvedl, že při určení výše přiměřeného protiplnění volba metod ocenění závisí na poměrech posuzované společnosti a zásadně proto není možné paušálně určit, jaká oceňovací metoda je pro stanovení hodnoty podniku vhodná. Součástí odborného posouzení znalce je tak i zvolení jedné či více oceňovacích metod, a to s ohledem na poměry oceňované společnosti.

---

<sup>102</sup> *Rosenblatt v. Getty Oil Co*, 493 A.2d 929, 942, (Del. 1985)

<sup>103</sup> *Weinberger v. Uop, Inc*, 457 A.2d 701, 713, (Del. 1983)

<sup>104</sup> ZIMA, Petr. *Oceňování podniků v právní praxi*. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2016. 93 s.

<sup>105</sup> Bod 26

Poměry posuzované společnosti ale nejsou jedinými kritérii, která jsou pro volbu oceňovací metody důležitá. Je nutné přihlídnout taktéž k „účelu oceňování a ke konkrétnímu kontextu“.<sup>106</sup> Pro určení metody oceňování by se mohlo (a mělo) přihlídnout i k dalšímu pravidlu, související s postavením účastníků. „Je-li možné dvěma objektivně použitelnými a správně aplikovanými metodami dospět k dvěma různým výsledkům při zachování pravidel oceňování, měl by (...) platit princip ochrany slabší strany.“<sup>107</sup> V procesu squeeze-out je touto slabší stranou bezpochyby minoritní akcionář. Účel právních předpisů lze totiž spatřovat v ochraně slabší strany.

Ve výše zmíněném rozsudku Nejvyššího soudu se dále pracuje s tezí, že soud má hodnotit posudek znalce v souladu s ustanovením § 132 zákona č. 99/1963 Sb., občanský soudní řád (dále jen OSŘ) a nemůže tak bez dalšího pouze převzít závěry znalce. „Znalec je totiž povinen volbu jedné (či více) z metod ocenění řádně odůvodnit, a toto odůvodnění podléhá (...) posouzení soudu co do jeho úplnosti a vnitřní logiky.“<sup>108</sup> Tento výrok soudu se však jeví jako nedostatečný. Soud má posuzovat „nejen úplnost a vnitřní logiku, ale zejména to, zda volba metody znalcem odpovídá účelu ocenění a jeho kontextu.“<sup>109</sup> Soud by se neměl při posuzování vypracovaného posudku zaměřit pouze na úplnost a vnitřní logiku, to by mělo proběhnout automaticky, pokud by posudek nebyl úplný či by nedával smysl, měl by být soudem odmítnut ihned. Soud by měl na posudek při jeho posuzování pohlížet šířeji a přezkoumat, zda znalec správně posoudil všechny jednotlivé prvky. Zda je správný účel ocenění, standard hodnoty a použitá metoda ocenění. Poté by měl posuzovat úplnost a vnitřní logiku jednotlivých prvků.

To že soudy mohou přezkoumat aplikaci oceňovací metody je zřejmé například z případu Weinberger v. UOP, INC,<sup>110</sup> soud zde blíže přezkoumal použitou oceňovací metodu a vyslovil, že metoda použitá pro ocenění, která se používala po dekády, se v tomto případě nemůže použít. Což potrhuje i citát z judikatury německého Spolkového soudního dvora, který uvedl doktor Zima v jednom ze svých článků<sup>111</sup>. „Soud musí stanovit/zadat oceňovací metodu, neboť jde o otázku právní a nikoliv skutkovou.“<sup>112</sup> I pokud dojdeme k tomu, že v České republice výběr oceňovací metody je čistě jen v dispozici znalce, je na místě, aby soud tento posudek podrobil **intenzívnímu přezkumu** a nespokojil se pouze s úplností a vnitřní logikou.

Při stanovení hodnoty přiměřeného protiplnění se vychází především z ocenění dotčené společnosti a následný přepočítání na počet akcií vlastněných minoritním akcionářem. Pro ocenění

<sup>106</sup> ZIMA, Petr. *Oceňování podniků v právní praxi*. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2016. 94 s.

<sup>107</sup> Tamtéž s. 95

<sup>108</sup> Usnesení Nejvyššího soudu ze dne 19. června 2012, sp. zn. 29 Cdo 2214/2010

<sup>109</sup> ZIMA, Petr. *K rozhodnutí Nejvyššího soudu ve věci přístupu k oceňování a metodám oceňování*. Právní rozhledy, 2013, roč. 21, č. 5, s. 179.

<sup>110</sup> *Weinberger v. Uop, Inc*, 457 A.2d 701, 712 (Del. 1983)

<sup>111</sup> ZIMA, Petr. *K rozhodnutí Nejvyššího soudu ve věci přístupu k oceňování a metodám oceňování*. Právní rozhledy, 2013, roč. 21, č. 5, s. 180.

<sup>112</sup> Rozsudek BGH ze dne 25. 11. 1998, sp. zn. XII ZR 84/97, NJW, 1999, s. 784, 787

společnosti se využívají tři skupiny metod. Skupina metod výnosových, skupina metod založená na analýze trhu a skupina metod založená na ocenění majetku společnosti.<sup>113</sup>

#### 2.4.1 Metody výnosové

Jednou z nejvíce využívaných skupin pro ocenění společnosti je skupina metod výnosových. „*Výnosové metody odhadují hodnotu podniku na principu současné hodnoty budoucích užiteků, které poplynou po datu ocenění držitelů kapitálu investovaného v podniku.*“<sup>114</sup> Do skupiny metod výnosových patří metoda diskontovaných peněžních toků (DCF), metoda kapitalizovaných čistých výnosů, metoda ekonomické přidané hodnoty a kombinace těchto výnosových metod.<sup>115</sup> Před českými soudy je nejčastěji využívanou metodou metoda diskontovaných peněžních toků<sup>116</sup> „*Podstata metody DCF spočívá v diskontování (odúročení) budoucích (očekávaných) volných peněžních toků zvolenou diskontní mírou na současnou hodnotu.*“<sup>117</sup>

I přes nejlepší použitelnost a největší rozšířenost této metody je nutné, aby soud použití metody pozorně přezkoumal. Z nedávné judikatury zahraničních soudů je zřejmé, že soud musí velmi obezřetně zkoumat znalecký posudek, a to nejen do jeho úplnosti a vnitřní logiky. V případě DFC Global Corp.<sup>118</sup> byl posudek pro obě strany sporu vypracován renomovanými odborníky z uznávaných společností, přesto ale byly posudky značně odlišné. Znalecký posudek navrhovatele stanovil spravedlivou cenu na 17,90 \$ za akcii a znalecký posudek odpůrce na 7,94 \$ za akcii, přičemž oba posudky jsou založeny na stejné metodě ocenění, na metodě DCF.<sup>119</sup> Soud se **velmi podrobně zabýval veškerými aspekty** obou posudků, aby nakonec došel ke svému vyhodnocení 10,21 \$ za akcii. Tento případ ilustruje, že vstupy, které se využívají v metodě diskontovaných peněžních toků, jsou velmi subjektivní a celá metoda je velmi citlivá na použití těchto vstupů. Výsledná hodnota se tedy může značně lišit, a tak podtrhuje důležitost podrobného soudního přezkumu celé použité metody.<sup>120</sup>

<sup>113</sup> POLÁČEK, Bohumil, ATTL, Jan. *Posudek znalce a podnik.* Praha: C. H. Beck, 2006. 147 s.

<sup>114</sup> *Návrh oceňovacích standardů VŠE* [online]. iom.vse.cz, prosinec 2011 [cit. 25. února 2017]. Dostupné na <<http://iom.vse.cz/odborna-cinnost/ceske-ocenovaci-standardy/>>. bod 6.1

<sup>115</sup> Tamtéž bod 6.7

<sup>116</sup> ZIMA, Petr. *Oceňování podniků v právní praxi.* 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2016. 97 s.

<sup>117</sup> Tamtéž s. 99

<sup>118</sup> *Memorandum Opinion. In re Appraisal of Dfc Global Corp.*, CONSOLIDATED C.A. No. 10107-CB (Del. Ch. Jul. 8, 2016) [online]. morrisjames.com, 8. červenec 2016 [cit. 26 února]. Dostupné na <<http://www.morrisjames.com/assets/htmldocuments/DFC%20Global.pdf>>.

<sup>119</sup> Rozdílnost znaleckých posudků bohužel není neobvyklý jev. Nezřídká je rozdíl i více než 120%. Viz *Appraisal of Dell Inc.*, 2016 WL 3186538, at \*45 (Del. Ch. May 31, 2016)

<sup>120</sup> COLLINS, Clarkson. *Fair Value in Arm's-Length Third-Party Transactions* [online]. morrisjames.com, 3. srpna 2016 [cit. 27. února]. Dostupné na <<http://www.morrisjames.com/newsroom-articles-703.html>>.

## 2.4.2 Metody tržní

Do skupiny metod tržních patří metoda srovnatelných podniků a metoda srovnatelných transakcí. V těchto metodách se odvozuje hodnota podniku z dat, které určuje trh. Tedy trh s podniky, s akciemi a podobně. Ocenění společnosti se odvodí pomocí porovnání společnosti s jinou, podobnou společností. Pro výběr srovnatelného podniku se využívají různé ukazatelé. Většinou těmito ukazateli jsou výnosnost, riziko, očekávaný růst, obchodovatelnost společnosti a další podobné hodnoty vybraných ukazatelů finanční analýzy. Metoda srovnatelných transakcí porovnává transakce při prodeji společností či jejich částí a z toho následně odvozuje hodnotu společnosti. Při využití některé metody z této skupiny, se dále musí využít násobitele. Ty reprezentují poměr mezi hodnotou kapitálu určenou na trhu a některou ze vztahových veličin (výnosové, majetkové, hmotné). Oceňovatel při výběru srovnatelných společností musí vybrat takové, které budou oceňované společnosti co nejpodobnější a musí promítnout do ocenění takové vztahové veličiny, které zajistí, aby výsledné ocenění bylo co nejurčitější a nejtransparentnější.<sup>121</sup>

## 2.4.3 Metody majetkového ocenění

Zcela nejjednodušší způsob ocenění společnosti je použití metody majetkového ocenění. Princip této metody je prostý. Jsou oceněny veškeré jednotlivé majetkové položky dotčené společnosti a součet všech oceněných položek tvoří hodnotu brutto. Hodnota netto se získá odečtením všech závazků, které má oceňovaná společnost. Při oceňování lze využít některou z metod. Může se jednat o účetní hodnotu či likvidační hodnotu a další. Výběr hodnoty závisí na účelu ocenění a na použitých standardech hodnot.<sup>122</sup>

## 2.5 Požadavek přiměřenosti

Pro určení přiměřeného protiplnění je důležité nejdříve některou z výše uvedených metod stanovit hodnotu společnosti. Tato hodnota je dále použitelná pro určení spravedlivého protiplnění za akcie minoritních vlastníků. Pro určení přiměřenosti nepomůže ani pohled do komunitárního práva, tedy do Třinácté směrnice. Dle 15. článku Třinácté směrnice má majoritní akcionář právo požadovat, aby mu minoritní akcionáři prodali akcie za spravedlivou cenu. Zde můžeme odlišit pojem „přiměřenost“, který je uveden v § 376 ZOK a pojem „spravedlnost“, který je uveden ve Třinácté směrnici. Zatímco „*přiměřenost značí požadavek přiblížnout ke všem podstatným okolnostem*“<sup>123</sup>, na spravedlnost lze pohlížet jako na právní princip, princip ekvity, jenž je

---

<sup>121</sup> *Návrh oceňovacích standardů VŠE* [online]. iom.vse.cz, prosinec 2011 [cit. 25. února 2017]. Dostupné na <<http://iom.vse.cz/odborna-cinnost/ceske-ocenovaci-standardy/>>. bod 6.32 a násl.

<sup>122</sup> Tamtéž bod 6. 40 a násl.

<sup>123</sup> Nález Ústavního soudu ze dne 27. 3. 2008, sp. zn. 56/05, bod 66

podstatou práva.<sup>124</sup> Aby bylo protiplnění přiměřené, musí být tedy v první řadě spravedlivé. Národní právo se totiž musí vykládat v souladu v právním komunitárním.

Třináctá směrnice bohužel blíže nedefinuje pojem spravedlivá cena a nechává tak definici na uvážení členským státům. Prozatím nejsou známa ani rozhodnutí evropských institucí, která by pojem spravedlivá cena obsažený v 15. článku směrnice definovala.<sup>125</sup> Směrnice zde používá termín spravedlivá cena (fair price) namísto termínu spravedlivá hodnota (fair value), ale vzhledem k tomu, že jde o situaci, kdy nejde o faktický prodej, ale o nucený přechod v rámci squeeze-out, lze tyto dva odlišné termíny<sup>126</sup> považovat za zaměnitelné.<sup>127</sup> Lze dodat, že pro některé autory je odlišnost v této terminologii pouze ve formulaci a nepřikládají jim jinou váhu.<sup>128</sup>

Z toho jak Ústavní soud<sup>129</sup> nastínil požadavek na **přiměřenost**, tedy požadavek přihlídnout ke všem podstatným okolnostem, lze usuzovat, že pro české právní prostředí je nejvhodnějším standardem hodnoty právě **spravedlivá hodnota**, jak je definována v kapitole 2.4.3 Spravedlivá hodnota. Tedy, že ke spravedlivé hodnotě (využívajíc terminologii Třinácté směrnice „spravedlivé ceně“) lze dojít tak, že znalec a soud vezmou v úvahu všechny faktory a prvky, které se mohou pro stanovení spravedlivé hodnoty použít. A to z důvodu, že Ústavní soud pohlíží na přiměřenost stejně jako delawarský soud na spravedlivou hodnotu. Minoritní akcionář by tedy měl mít dle mého názoru nárok na protiplnění, při jehož stanovení jsou vzaty do úvahy výhody a nevýhody, které získá každá ze stran transakce, na poměrný díl společnosti a na vypořádání jeho zájmu na setrvání ve společnosti. Vzhledem k použití spravedlivé hodnoty se naskýtá možnost taktéž využití testu úplné spravedlnosti<sup>130</sup> a majoritní akcionář by měl prokazovat férovost celé transakce, přičemž soud by ji měl detailně přezkoumat.

## 2.6 Role znaleckého posudku

Znalecký posudek je v celém procesu vytěsnění minorit jedním ze základních požadavků na doložení přiměřenosti protiplnění hlavním akcionářem. Dle ustanovení § 376 odst. 1 ZOK hlavní akcionář musí doložit přiměřenost navrhovaného protiplnění znaleckým posudkem, jenž nesmí

<sup>124</sup> Usnesení Nejvyššího soudu ze dne 3. března 2009, sp. zn. 32 Cdo 661/2008 a Usnesení Nejvyššího soudu ze dne 23. listopadu 2010, sp. zn. 32 Cdo 4637/2009

<sup>125</sup> ZIMA, Petr. *Oceňování podniků v právní praxi*. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2016. 66 s.

<sup>126</sup> OZ definuje v §492 hodnotu věci, lze-li ji vyjádřit v penězích, jako její cenu. Hodnota tedy může být kulturní či estetická a pro každého jiná. Nicméně tato hodnota věci vyjádřitelná v penězích je její cena.

<sup>127</sup> ZIMA, Petr. *Oceňování podniků v právní praxi*. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2016. 66 s.

<sup>128</sup> NATHAM, Charles, SHAPIRO, K. *Legal Standard of Fairness of Merger Terms Under Delaware Law* [online]. djcl.org, 1977 [cit. 15. února 2017]. Dostupné na <<http://www.djcl.org/wp-content/uploads/2014/07/LEGAL-STANDARD-OF-FAIRNESS-OF-MERGER-TERMS-UNDER-DELAWARE-LAW.pdf>>. s. 48

<sup>129</sup> Nález Ústavního soudu ze dne 27. 3. 2008, sp. zn. 56/05, bod 66

<sup>130</sup> Americká judikatura využívá tento test právě při procesu squeeze-out. Zahrnuje v sobě dva prvky, které musejí být prokázány. Prvek férového zacházení a prvek férové ceny. Jedním z prvních soudních rozhodnutí, které judikovalo test úplné spravedlnosti, byl případ Sterling v. Mayflower Hotel Corp. Více viz BIGGART, Robert. *The Fiduciary Duty of Majority Shareholders in Freezeout Mergers: A Suggested Approach* [online]. ir.lawnet.fordham.edu, 1978 [cit. 2. března 2017]. Dostupné na <<http://ir.lawnet.fordham.edu/flr/vol47/iss2/4/>>. s. 229

být starší než tři měsíců. Zákon vyžaduje znalecký posudek jen u společností, které nejsou kotovány na burze. Pokud jsou účastnické cenné papíry společnosti přijaty k obchodování na evropském regulovaném trhu, zákon znalecký posudek nevyžaduje, neboť zde řádné zdůvodnění navrhané výše protiplnění obligatorně posuzuje ČNB.<sup>131</sup>

Nutno poznamenat nálezy Ústavního soudu, kde soud konstatoval, „že určení přiměřeného protiplnění znalcem jmenovaným majoritním akcionářem je dle obecných zkušeností nejméně vhodným způsobem stanovení kompenzace.“<sup>132</sup> Problémem znaleckých posudků totiž je, že i když je znalecký posudek na první pohled ekonomicky racionální, transparentní, přesvědčivý a vnitřně konzistentní, ve většině případů v něm stanovené přiměřené protiplnění **nebude spravedlivé**. Znalec se při vypracování posudku musí mimo jiné řídit zákonem č. 36/1967 Sb., o znalcích a tlumočnících (dále jen zákon o znalcích). Tento zákon je odbornou veřejností i znalci dlouho kritizován, a to hlavně z důvodu jeho zastaralosti a nekomplexnosti. Mezi nejvíce kritizované části patří „způsob vzniku znaleckého oprávnění, odměňování, nedostatečné sankční mechanismy či absence kontroly kvality a věcného přezkoumávání znaleckých posudků.“<sup>133</sup> Vzhledem k tomu, že znalci zasahují podstatným způsobem do řízení a v některých případech je znalecký posudek bohužel právě to, co spor rozhodne, je namístě rozsáhlejší novela<sup>134</sup> tohoto zákona.

Judikatura popisuje znalce jako osobu, „která prostřednictvím svých odborných znalostí posuzuje skutečnosti, které byly soudem určeny, a ve znaleckém posudku soudu sděluje **subjektivní výsledek** tohoto posouzení.“<sup>135</sup> Znalecký posudek je tedy výsledek řádné aplikace odborných znalostí na konkrétní skutečnosti, jejímž výsledkem je znalecký posudek, který sděluje subjektivní posouzení dotčených skutečností. Na znalecký posudek pohlížíme jako na subjektivní výsledek posouzení. Zde je zajímavé zmínit nálezy Ústavního soudu Pl. ÚS. 56/05,<sup>136</sup> kde soud vyslovil, že je vyloučeno zákonem, aby byla cena přiměřeného protiplnění stanovena subjektivně a jen to by mohlo vést k rozporu s ústavností. Podle tohoto nálezu se cena, která by byla stanovena nikoli na základě objektivních kritérií, vymyká soudnímu přezkumu. Ústavní soud argumentuje, že vyloučení subjektivního kritéria lze dovodit ze zákona o znalcích, protože ten po znalci vyžaduje jeho nestrannost a stanoví jeho vyloučení v případě podjatosti. Znalec tedy musí na základě čistě objektivních kritérií při aplikaci odborných znalostí sdělit soudu subjektivní výsledek posouzení. I když znalci při oceňování konkrétní společnosti pracují se stejnými podklady, používají stejný standard hodnoty a používají i stejnou metodu oceňování, tedy stanovují cenu na základě

<sup>131</sup> Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích), ve znění pozdějších předpisů, §§ 392, 391 odst. 2

<sup>132</sup> Nález Ústavního soudu ze dne 21. března 2011, sp. zn. I. ÚS 1768/09, bod 26

<sup>133</sup> LEGS. Nad novou úpravou znalecké činnosti. *Právní rozhledy*, 2016, roč. 24, č. 10, s. 2.

<sup>134</sup> Novela zákona o znalcích a tlumočnících je v současné době projednávána, Sněmovní tisk: 697

<sup>135</sup> Usnesení Nejvyššího soudu ze dne 29. května 2007, sp. zn. 33 Odo 324/2005

<sup>136</sup> Bod 66

objektivních kritérií, často jsou jejich znalecké posudky značně odlišné. Znalci ale mohou používat i odlišná kritéria, odlišné metody a odlišná vstupní data dle metody oceňování, budou ale stále postupovat v mezích zákona.

Výběr těchto objektivních kritérií tedy závisí čistě na subjektivním rozhodnutí daného znalce, a tudíž je dle mého názoru konečná cena určena spíše subjektivně. Soud musí znalecký posudek detailně přezkoumat, a pokud následně uzná jeho správnost a v řízení ho použije, až potom bude znalecký posudek **objektivizován**. To, že znalec může využít různá kritéria, ještě více podtrhuje potřebu úplného a detailního soudního přezkumu. Pro dodržení objektivnosti znaleckého posudku je třeba, aby byl znalecký posudek plně přezkoumatelný a aby znalci postupovali dle stanovených a závazných standardů. Tyto standardy by měly určit mantinely, ve kterých je znalcům dovolen pohyb. I když není možné paušálně stanovit jeden celý proces ocenění pro všechny společnosti, **závazné standardy** určené pro oceňování společností a následné **speciální přezkumné řízení** by mělo zajistit větší ochranu práv akcionářů.

### 2.6.1 Soudní přezkum znaleckého posudku

Jak bylo uvedeno v předešlé podkapitole, soud musí znalecký posudek přezkoumat. To ostatně soudy v řízeních dělají. Problém však vyvstává při otázce, jak znalecký posudek přezkoumat a co všechno přezkoumat. V zahraničních právních úpravách soudy často velmi detailně přezkoumávají znalecký posudek a nahlíží na něj velmi kriticky jak z formální, tak materiální stránky. Jako příklad můžeme uvést již zmiňovaný případ DFC Global Corp., kde soud zkoumal znalecké posudky, které využívaly stejnou metodu oceňování společnosti.

Stejný názor na znalecký posudek jako důkazní prostředek má i Ústavní soud. Ten v četných nálezech judikoval potřebu plného přezkumu znaleckého posudku. Tato ustálená judikatura Ústavního soudu však není často aplikována ostatními soudy. Ústavní soud se znaleckým posudkem zabýval například ve věci I. ÚS 49/06,<sup>137</sup> který se sice týkal trestní věci, ale dá se uplatnit v trestním i v civilním procesu, neboť je zde uplatňována zásada volného hodnocení důkazů. Ústavní soud v tomto nálezu zopakoval, že „*Ponechávat bez povšimnutí věcnou správnost znaleckého posudku, slepě důvěřovat závěrům znalce, by znamenalo ve svých důsledcích **popřít zásadu volného hodnocení důkazů** soudem podle jeho vnitřního přesvědčení, a naopak privilegiovat znalecký důkaz a přenášet odpovědnost za skutkovou správnost soudního rozhodování na znalce.*“<sup>138</sup> Postup soudu, který by nezohlednil tyto okolnosti, by nemohl být z ústavněprávních hledisek akceptován.<sup>139</sup> V dalším nálezu, na který se tento zmíněný náleží dovolává, soud blíže specifikuje náležitosti a způsoby přezkumu znaleckého posudku. Při přezkumu znaleckého posudku musí

<sup>137</sup> Bod 26

<sup>138</sup> Nález Ústavního soudu ze dne 20. května 2008, sp. zn. I. ÚS 49/06, bod 26

<sup>139</sup> Tamtéž



soud zohlednit „celý proces utváření znaleckého důkazu, včetně přípravy znaleckého zkoumání, opatřování podkladů pro znalce, průběh znaleckého zkoumání, věrohodnost teoretických východisek, jimiž znalec odůvodňuje své závěry, spolehlivost metod použitých znalcem a způsob vyvození závěrů znalce.“<sup>140</sup> Důležitým faktorem je dle soudu také skladba znaleckého posudku, a to formální i logická, dále přesnost údajů, které znalec uvádí a v neposlední řadě pečlivost znalce věnovaná slovní formulaci skutečností dokazovaných v posudku. Soud současně uznává, že tento proces přezkumu znaleckého posudku je **značně náročný**, nicméně povinnost takto **detailního přezkumu přetrvává**.<sup>141</sup> Je tedy zřejmé, že soud musí znalecký posudek a jeho věcnou správnost podrobit zkoumání, aby potvrdil jeho správnost a zajistil objektivizování znaleckého posudku.

Vzhledem k výše uvedenému se nelze spokojit se závěry Nejvyššího soudu, který ve svých rozhodnutích často zmiňuje nepřezkoumatelnost věcné správnosti znaleckého posudku. Nejvyšší soud často přezkum znaleckého posudku značně minimalizuje. Lze uvést například rozsudek, kde Nejvyšší soud vyslovil, že „Soud přitom nepřezkoumává věcnou správnost odborných závěrů znalce, nicméně posuzuje, jak znalec k těmto závěrům dospěl, zda jsou logicky odůvodněny, zda jsou (s ohledem na zadání) úplné a zda jsou v souladu s ostatními provedenými důkazy“<sup>142</sup>. K volbě metody ocenění pak soud dodává: „Znalec je totiž povinen volbu jedné (či více) z metod ocenění řádně odůvodnit, a toto odůvodnění podléhá (v souladu s výše řečeným) posouzení soudu co do jeho **úplnosti a vnitřní logiky**.“<sup>143</sup> V jiném rozsudku Nejvyšší soud konstatuje, že se soud musí zabývat pouze formálními náležitostmi posudku, zda byl vyčerpán zadaný úkol, zda přihlédl ke všem skutečnostem a zda jsou jeho závěry podloženy<sup>144</sup> a opakuje že, „nemůže přezkoumávat věcnou správnost odborných závěrů znalce.“<sup>145</sup> Nejvyšší soud konstatuje nepřezkoumatelnost odborné správnosti znaleckých posudků v řadě dalších rozsudků.<sup>146</sup> Právě nedostatečný či žádný přezkum znaleckých posudků je velmi závažným nedostatkem, který minoritnímu akcionáři může způsobit nemalou finanční škodu. Majoritní akcionář je ve většině případů schopen více či méně ovlivnit znalecký posudek ke svému zájmu, a z tohoto důvodu by měl být zajištěn řádný a úplný přezkum takového znaleckého posudku.

Jako příklad poddimenzovaných znaleckých posudků lze uvést několik řízení, ve kterých znalecký posudek majoritního akcionáře neodpovídal přiměřenému protiplnění a byl později upraven. Ve věci 29 Cdo 145/2011 bylo navrhováno protiplnění 1 165 Kč za akcií, posléze stanoveno na 2 410 Kč za akcií. Ve věci 8 Cmo 75/2009 450 Kč za akcií, následně za 1 673,7 Kč

<sup>140</sup> Nález Ústavního soudu ze dne 30. dubna 2007, sp. zn. III. ÚS 299/06

<sup>141</sup> Tamtéž

<sup>142</sup> Usnesení Nejvyššího soudu ze dne 19. června 2012, sp. zn. 29 Cdo 2214/2010

<sup>143</sup> Tamtéž

<sup>144</sup> Usnesení Nejvyššího soudu ze dne 12. května 2010, sp. zn. 28 Cdo 4930/2009

<sup>145</sup> Tamtéž

<sup>146</sup> Například usnesení Nejvyššího soudu ze dne 16. prosince 2009, sp. zn. 33 Cdo 4316/2009 či usnesení Nejvyššího soudu ze dne 21. října 2009, sp. zn. 22 Cdo 1810/2009

za akcii. Ve věci 31 Cm 123/2006 bylo z počátečního protiplnění 1 398 Kč za akcii stanoveno 5 032 Kč za akcii a ve věci 77 Cm 193/2008 bylo protiplnění ze 740 Kč zvýšeno na 1 931 Kč.<sup>147</sup>

---

<sup>147</sup> ZIMA, Petr. Oceňování podniků v právní praxi. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2016. 234 s.

## 3 Ochrana práv minoritních akcionářů

### 3.1 Ochrana práv v České republice

Vytěsňený akcionář má několik možností, jak bránit svá domněle dotčená práva. Důvodová zpráva k zákonu o obchodních korporacích uvádí, že nově je posílena ochrana menšinových akcionářů, a to zejména v otázkách přezkumu výše protiplnění. Zároveň ale poukazuje na nemožnost inkorporace zvýšené procesní ochrany minoritních vlastníků účastnických cenných papírů do zákona o obchodních korporacích z důvodu regulace čistě hmotného práva a nikoli práva procesního. Zmíněná zvýšená procesní ochrana, která se povětšinou vyskytuje v právních řádech upravujících squeeze-out, však v českém právním prostředí dosud chybí. Například v sousedním Německu je pro ochranu minoritních vlastníků stanoven zvláštní druh řízení, bez kterého by byla úprava squeeze-out v rozporu s tamější ústavou.

#### 3.1.1 Mimosoudní řešení

První ze způsobů ochrany minoritního akcionáře je postup dle ustanovení § 390 ZOK. Dle prvního odstavce tohoto ustanovení se vlastníci účastnických cenných papírů mohou domáhat<sup>148</sup> po majoritním akcionáři práva na dorovnání za předpokladu, že poskytnuté protiplnění není přiměřené hodnotě účastnických cenných papírů. Minoritním akcionářům toto právo zaniká, není-li žádným vlastníkem účastnických cenných papírů uplatněno u hlavního akcionáře do 3 měsíců ode dne zveřejnění zápisu usnesení valné hromady v obchodním rejstříku, a to dle ustanovení § 390 odst. 1 poslední věty ZOK. Pokud se majoritní akcionář dohodne s minoritním akcionářem mimo soudní řízení, je tato dohoda pro majoritního akcionáře závazná co do základu uznaného práva i vůči ostatním vlastníkům a majoritní akcionář uzavření této dohody musí oznámit ostatním vlastníkům způsobem stanoveným pro svolání valné hromady.<sup>149</sup>

V praxi se ale uzavření dohody majoritního a minoritního akcionáře nebude vyskytovat buď vůbec, nebo jen v marginálním počtu. Majoritní akcionář **není ničím motivován** k uzavření dohody o výši protiplnění a je spíše motivován k **podhodnocení** výše protiplnění a riskovat případný soudní spor. Procesněprávní předpisy totiž spíše zvýhodňují majoritního akcionáře na úkor akcionáře minoritního. V českém právním řádu stále chybí speciální řízení a majoritní akcionáři vědí, že jsou v případném sporu v lepší pozici. Příkladem můžeme uvést povinnost nést břemeno nákladů v průběhu soudního řízení, které tíží minoritního akcionáře. Z těchto důvodů

---

<sup>148</sup> od splatnosti protiplnění

<sup>149</sup> Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích), ve znění pozdějších předpisů, § 390 odst. 6

se tak může tento krok jevit jako zbytečný mezi zjištěním nesprávné výše protiplnění a podáním žaloby.<sup>150</sup>

Pokud majoritní akcionář nevyslyší minoritní akcionáře a nedorovná výši protiplnění, mohou se minoritní akcionáři obrátit se svým požadavkem na soud.

### 3.1.2 Soudní řízení

Dalším způsobem ochrany práv je možnost minoritního akcionáře podat žalobu na určení **neplatnosti usnesení valné hromady** dle ustanovení § 428 zákona o obchodních korporacích. Dle tohoto ustanovení se může každý akcionář, člen představenstva, dozorcí rady nebo likvidátor dovolávat neplatnosti usnesení valné hromady podle ustanovení občanského zákoníku, přesněji dle ustanovení o neplatnosti usnesení členské schůze spolku pro rozpor s právními předpisy nebo stanovami. Minoritní akcionář se může domáhat toho, aby soud prohlásil usnesení valné hromady o vytěsnění za neplatné. Avšak dle ustanovení § 383 ZOK není důvodem pro vyslovení neplatnosti usnesení valné hromady skutečnost, že protiplnění není přiměřené. Minoritní akcionář by touto cestou mohl napadat pouze závažná pochybení při přijímání usnesení. Další nevýhodou tohoto postupu je fakt, že než soud vyhlásí rozsudek, může (a většinou se tak stane) dojít k zápisu usnesení valné hromady do obchodního rejstříku dle ustanovení dle zákona č. 304/2013 Sb., o veřejných rejstřících právnických a fyzických osob. Obranu minoritního akcionáře touto cestou tak lze spatřovat jako nepříliš efektivní či spíše jako teoretickou.

Další možností je směřovat řízení přímo na otázku **přezkumu přiměřenosti protiplnění** za nucený přechod účastnických cenných papírů dle ustanovení § 390 odst. 3 ZOK. Komentářová literatura není plně konzistentní v otázce aktivní legitimace k podání návrhu na zahájení tohoto řízení. Některé komentáře<sup>151 152</sup> dovozují, že se tohoto práva mohou domáhat všichni akcionáři, neboť je toto oprávnění navázáno na publikaci oznámení podle ustanovení § 390 odst. 2 a v opačném případě by byla publikační povinnost podle tohoto odstavce bez zjevného právního významu.<sup>153</sup> Jiná komentářová literatura naopak uvádí, že „*ti z vlastníků, kteří právo na dorovnání u hlavního akcionáře v prekluzivní lhůtě neuplatní, tak po jejím marném uplynutí již učinit - v důsledku zániku tohoto jejich práva - nemohou. Nemohou proto podat návrh na zahájení soudního řízení podle § 390 odst. 3 ani s hlavním akcionářem uzavřít mimosoudní dohodu.*“<sup>154</sup> Zde se přikláním k dříve uvedenému názoru. I za předpokladu, že se menšinový akcionář hned aktivně nedomáhá po

<sup>150</sup> ZIMA, Petr. Ještě jednou ke squeeze-outu a legitimnímu očekávání. *Právní rozhledy*, 2014, roč. 22, č. 13 – 14, s. 503

<sup>151</sup> POKORNÁ, Jarmila. In BĚLOHLÁVEK, Alexander (ed). *Komentář k zákonu o obchodních korporacích*- 2. díl. 1. vydání. Plzeň: Aleš Čeněk, 2013.

<sup>152</sup> DOLEŽIL, Tomáš, LASÁK, Jan. In LASÁK, Jan, POKORNÁ, Jarmila a kol. (ed). *Komentář k zákonu o obchodních korporacích*- 2. díl. 1. vydání. Praha: Wolters Kluwer, 2014, k § 390 odst. 1

<sup>153</sup> Tamtéž

<sup>154</sup> ŠTENGLOVÁ, Ivana, HAVEL, Bohumil, CILEČEK, Filip a kol. In ŠTENGLOVÁ, Ivana, HAVEL, Bohumil, CILEČEK, Filip a kol. (ed). *Komentář k zákonu o obchodních korporacích*- 1. díl. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2013, s. 589

hlavním akcionáři dorovnaní, je stále aktivně legitimovaný k podání žaloby dle § 390 odst. 3. Menšinový akcionář, který se z nějakého důvodu nedomáhá nebo nechce domáhat dorovnaní, ale po dojití oznámení o tom, že se jiný menšinový akcionář dorovnaní domáhá, může změnit na svůj pasivní postoj názor a v promlčecí lhůtě svou aktivní legitimaci uplatnit.

Pokud je na majoritního akcionáře **podána žaloba** a soud nakonec rozhodne o přiznání jiné výše protiplnění, je pro majoritního akcionáře toto rozhodnutí závazné co do základu přiznaného práva i vůči ostatním vlastníkům účastnických cenných papírů. Ochrana je tedy přiznána všem minoritním akcionářům bez ohledu na to, zda byli účastníky řízení či ne. Po rozhodnutí musí majoritní akcionář ve lhůtě stanovené soudem splnit dorovnaní vůči minoritním akcionářům do soudní úschovy. Společnost dále musí toto rozhodnutí a výzvu na přihlášení se o dorovnaní pro ostatní minoritní akcionáře uveřejnit způsobem stanoveným pro svolání valné hromady.<sup>155</sup>

### 3.1.2.1 Druh žalobního návrhu

Úprava v ustanovení § 183k obchodního zákoníku byla dlouhou dobu předmětem diskuzí kvůli nejasnosti, jaký druh žalobního návrhu lze v tomto řízení uplatnit. V dřívější úpravě nebylo zřejmé, zda má soud majoritního akcionáře zavázat k doplacení vydaného protiplnění minoritnímu akcionáři či pouze určit výši přiměřeného protiplnění neboli zda má minoritní akcionář použít žalobu na plnění, anebo žalobu určovací. Až rozhodnutí Nejvyššího soudu<sup>156</sup> vyřešilo tuto otázku tak, že nechalo výběr druhu žalobního návrhu čistě na minoritním akcionáři a připustilo obě možnosti. Podle Nejvyššího soudu tak „*ustanovení § 183k obch. zák. zakládá právo akcionáře domáhat se určení výše přiměřeného protiplnění i právo domáhat se zaplacení (doplacení) protiplnění v přiměřené výši.*“<sup>157</sup> Pokud minoritní akcionáři v rámci jednoho řízení uplatní vedle sebe obě možnosti, není zde důvod pro částečné zamítnutí návrhu z důvodu souběžné kumulace žalobních petitů.<sup>158</sup> Z ustanovení § 390 odst. 3 ZOK ovšem také není zřejmé, který z žalobních návrhů by měl minoritní akcionář při ochraně svých práv využít či zda se může výše uvedené rozhodnutí Nejvyššího soudu aplikovat i za účinnosti nové právní úpravy.

Ani v tomto případě není literatura konzistentní a v otázce, jaký typ žalobního návrhu je použitelný, nepanuje úplná shoda. Dle jednoho názoru<sup>159</sup> se jedná o žalobu na plnění, přičemž

<sup>155</sup> Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích), ve znění pozdějších předpisů, § 390 odst. 4

<sup>156</sup> Usnesení Nejvyššího soudu ze dne 16. prosince 2009, sp. zn. 29 Cdo 4712/2007

<sup>157</sup> Tamtéž

<sup>158</sup> Tamtéž

<sup>159</sup> DOLEŽIL, Tomáš, LASÁK, Jan. In LASÁK, Jan, POKORNÁ, Jarmila a kol. (ed). *Komentář ke zákonu o obchodních korporacích*- 2. díl. 1. vydání. Praha: Wolters Kluwer, 2014, k § 390 odst. 3 a ŠTENGLOVÁ, Ivana, HAVEL, Bohumil, CILEČEK, Filip a kol. In ŠTENGLOVÁ, Ivana, HAVEL, Bohumil, CILEČEK, Filip a kol. (ed). *Komentář ke zákonu o obchodních korporacích*- 1. díl. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2013, s. 590

soud jako předběžnou otázku vyřeší přiměřenost výše protiplnění. Není zde potřeba, aby se uplatnily obě varianty jako za účinnosti obchodního zákoníku, protože právo na dorovnání mohou minoritní akcionáři uplatnit až od jeho splatnosti, samotný návrh na určení<sup>160</sup> pak také ztrácí uplatnění. Dle jiného názoru<sup>161</sup> je žaloba na plnění pro toto řízení naprosto nevhodná. Názor na nevhodnost využití žaloby na plnění je podložen například tím, že při použití tohoto druhu žaloby se nenaplní účel zákona v ustanovení § 390 odst. 3 resp. odst. 6 ZOK. Účel tohoto ustanovení tkví v poskytnutí dorovnání všem vlastníkům účastnických cenných papírů. „*Tento mechanismus však lze v případě žaloby na plnění velmi snadno obejít, což by bylo s účelem § 390 odst. 3 ZOK v rozporu.*“<sup>162</sup> Majoritní akcionář může ještě před vydáním rozhodnutí soudu dobrovolně poskytnout dorovnání uvedené v petitu a nebude uzavřena žádná mimosoudní dohoda. Žaloba minoritních akcionářů bude posléze zamítnuta, protože předmět sporu odpadá.<sup>163</sup> Ostatní minoritní vlastníci ale od majoritního akcionáře žádné dorovnání nedostanou a nemusí se ani od majoritního akcionáře dovědět, že některým akcionářům doplatil protiplnění. Dále lze uvést nesoulad žaloby na plnění a ustanovení § 4 ZOK, podle kterého nese důkazní břemeno majoritní akcionář. „*Těžko lze ovšem za tohoto rozložení důkazního břemene požadovat, aby navrhovatel žaloval na plnění nějaké konkrétní částky, což je podmínkou žaloby na plnění.*“<sup>164</sup> Nastává tak otázka, zda bude v rámci řízení o přezkoumání výše protiplnění přípustná pouze žaloba na určení či bude soudní praxí vymezena pro tyto účely žaloba sui generis.<sup>165</sup> Jako nejlepší řešení lze spatřit zákonnou úpravu speciálního řízení určeného přesně pro tento případ, přičemž inspiraci je možné hledat v právních rádech jiných evropských států.

### 3.1.3 Rozhodčí řízení

Otázka rozhodčího řízení při squeeze-out dnes není aktuální, v dřívější úpravě se však tento institut vyskytoval. Do 30. 6. 2008 bylo v obchodním zákoníku ustanovení § 220k, které v prvním odstavci u nepravého squeeze-out stanovilo, že „*smlouva o fúzi může určit, že se o přezkoumání výměnného poměru akcií a určení výše dorovnání v penězích bude rozhodovat v rozhodčím řízení.*“<sup>166</sup> Vznikla tak situace, kdy minoritní akcionář byl ze společnosti vytěsněn rozhodnutím o zrušení společnosti bez likvidace a převzetí jmění jejím hlavním akcionářem. Smlouva o fúzi však určila, že přezkum protiplnění bude svěřen rozhodčímu řízení. Tato rozhodčí doložka však byla uzavřena osobami

<sup>160</sup> ŠTENGLOVÁ, Ivana, HAVEL, Bohumil, CILEČEK, Filip a kol. In ŠTENGLOVÁ, Ivana, HAVEL, Bohumil, CILEČEK, Filip a kol. (ed). *Komentář k zákonu o obchodních korporacích*- 1. díl. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2013, s. 590

<sup>161</sup> ZIMA, Petr. Ještě jednou ke squeeze-outu a legitimnímu očekávání. *Právní rozhledy*, 2014, roč. 22, č. 13 – 14, s. 503

<sup>162</sup> Tamtéž

<sup>163</sup> Tamtéž

<sup>164</sup> ZIMA, Petr. Ještě jednou ke squeeze-outu a legitimnímu očekávání. *Právní rozhledy*, 2014, roč. 22, č. 13 – 14, s. 503

<sup>165</sup> ŠPAČKOVÁ, Michala. Žaloba na přezkoumání přiměřenosti protiplnění za nucený výkup účastnických cenných papírů po rekonstrukci. *Právní rozhledy*, 2014, roč. 22, č. 11, s. 386

<sup>166</sup> Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění do 30. 6. 2008, § 220k odst. 1

odlišnými od minoritního akcionáře. Situace zde popsaná nastala v roce 2003.<sup>167</sup> Minoritní akcionář prošel celou soustavou soudů, aby až v roce 2010 Evropský soud pro lidská práva konstatoval porušení čl. 6 odst. 1<sup>168</sup> Úmluvy<sup>169</sup>. Soud v této věci nepovažoval samotné rozhodčí řízení za porušení článku Úmluvy, když konstatoval, že „*nic nebrání tomu, aby se strany sporu vzdaly svého práva na soud ve prospěch rozhodčího řízení, za podmínky, že takové vzdání se je svobodné, přípustné a jednoznačné.*“<sup>170</sup> V dotčené věci byli ovšem rozhodci minoritnímu akcionáři vnučení a tím došlo k zásahu do práva chráněného článkem Úmluvy.

V souladu s judikaturou Evropského soudu pro lidská práva rozhodl následně Ústavní soud i v řízení o žalobě na určení správné výše přiměřeného vypořádání v penězích podle ustanovení § 220p odst. 4 ObchZ. Dle nálezu Ústavního soudu taková rozhodčí doložka „*představuje porušení principů spravedlivého procesu v oblasti přístupu k soudu zřízenému zákonem a projednání věci nezávislým a nestranným soudem.*“<sup>171</sup>

Za předpokladu, že by byla přímo zákonem stanovená povinnost pro minoritního akcionáře obrátit se ve věci přezkoumání přiměřeného protiplnění na rozhodčí soud, musel by takový soud splnit záruky stanovené článkem 6 odst. 1 Úmluvy. Jednalo by se totiž o obligatorní rozhodčí řízení.<sup>172</sup> <sup>173</sup> Zákon č. 125/2008 Sb., o přeměnách obchodních společností a družstev zrušil tuto úpravu obchodního zákoníku. V důvodové zprávě je uvedeno, že se vypouští možnost přezkumu v rozhodčím řízení, neboť se jedná o úpravu „*pochybnou*“<sup>174</sup> a „*přínejmenším v rozporu s morálními zásadami*“<sup>175</sup>, a to i přes to, že Ústavní soud tuto úpravu **neshledal jako protiústavní**.<sup>176</sup>

### 3.2 Ochrana práv v zahraničních úpravách

Právo squeeze-out není v evropských státech upraveno jednotně. V různých úpravách lze najít malé nuance i nepřehlédnutelné a zásadní rozdíly. Vždy však musí být úpravy v souladu

<sup>167</sup> Rozsudek Evropského soudu pro lidská práva ze dne 28. října 2010, *Suda v Česká republika*, stížnost č. 1643/06

<sup>168</sup> „*Každý má právo na to, aby jeho záležitost byla spravedlivě, veřejně a v přiměřené lhůtě projednána nezávislým a nestranným soudem zřízeným zákonem, který rozhodne o jeho občanských právech nebo závazcích nebo o oprávněnosti jakéhokoli trestního obvinění proti němu (...)*“

<sup>169</sup> Evropská úmluva o ochraně lidských práv dostupná na <[http://www.echr.coe.int/Documents/Convention\\_CES.pdf](http://www.echr.coe.int/Documents/Convention_CES.pdf)>

<sup>170</sup> Rozsudek Evropského soudu pro lidská práva ze dne 28. října 2010, *Suda v Česká republika*, stížnost č. 1643/06, bod 42

<sup>171</sup> Nález Ústavního soudu ze dne 20. 5. 2014, sp. zn. 32/13, bod 98

<sup>172</sup> Rozsudek Evropského soudu pro lidská práva ze dne 28. října 2010, *Suda v Česká republika*, stížnost č. 1643/06, bod 43

<sup>173</sup> Srovnej *Bramelid a Malmström proti Švédsku*, č. 8588/79 a 8589/79, rozhodnutí Komise ze dne 12. října 1989, č. 29

<sup>174</sup> *Důvodová zpráva k zákonu č. 125/2008 Sb., o přeměnách obchodních společností a družstev* [online]. beck-online.cz, 22. října 2007 [cit. 1. března 2017]. Dostupné na <<https://www.beck-online.cz/bo/chapterview-document.seam?documentId=oz5f6mrqga4f6mjsgvpwi6q>>. k §§ 45 až 49

<sup>175</sup> Tamtéž

<sup>176</sup> Tamtéž

s Třináctou směrnicí. V kapitole je poukázáno na německou a italskou úpravu z důvodu jejich zjevné odlišnosti. Komparace těchto zákonných úprav může být zajímavým pohledem na to, jak je squeeze-out řešen odlišně v rámci Evropské unie.

Jak již bylo řečeno, český právní řád nezná žádné speciální řízení stanovené přímo k přezkumu výše protiplnění. Při nahlédnutí do jiných právních řádů zjistíme, že se podobné řízení nezdá vyskytovat. Vzhledem k dnešní zákonné úpravě squeeze-out by mohlo být takové řízení pro českého zákonodárce inspirativní, jak ostatně naznačuje důvodová zpráva k zákonu o obchodních korporacích.

### 3.2.1 Spolková republika Německo

V Německé spolkové republice je právo squeeze-out upraveno v akciovém zákoně (Aktiengesetz<sup>177</sup>), v zákoně o nabídkách převzetí (Wertpapierübernahmegesetz<sup>178</sup>) a v zákoně o reorganizaci (Umwandlungsgesetz<sup>179</sup>). Zatímco squeeze-out v zákoně o nabídkách převzetí a v zákoně o reorganizaci se dotýká nepravého squeeze-out, který není akcionáři často využívaný, proces, který je upraven v akciovém zákoně se vztahuje na pravý squeeze-out. Ten je v Německu obecně častěji využívaným institutem.<sup>180</sup>

Akciový zákon<sup>181</sup> upravuje squeeze-out v ustanoveních § 327a až § 327f. Na rozdíl od české úpravy je zde stanovena odlišná prahová hodnota, která činí 95 %. Pokud majoritní akcionář drží akcie společnosti v množství ne menší než 95 % základního kapitálu, má právo požádat představenstvo o svolání valné hromady, na které může navrhnout vytěsnění minoritních akcionářů.<sup>182</sup> Majoritní akcionář musí při určení výše protiplnění brát v úvahu celkovou situaci podniku v době konání valné hromady.<sup>183</sup> Přiměřenost poskytovaného protiplnění musí být majoritním akcionářem vysvětlena a řádně zdůvodněna. Přiměřenost protiplnění musí být taktéž přezkoumána jedním či více znalci, kteří jsou jmenováni soudem. Majoritní akcionář má také vůči minoritním akcionářům informační povinnost, týkající se účetní závěrky, výroční zprávy za poslední tři účetní období, znaleckého posudku, návrhu usnesení o převodu cenných papírů a

---

<sup>177</sup> Aktiengesetz vom 6. September 1965 (BGBl. I S. 1089), zuletzt geändert durch Art. 11 des Gesetzes vom 16. Juli 2007 (BGBl. I S. 1330)

<sup>178</sup> Wertpapiererwerbs und Übernahmegesetz vom 20. Dezember 2001 (BGBl. I S. 3822), zuletzt geändert durch Art. 4 des Gesetzes vom 16. Juli 2007 (BGBl. I S. 1330).

<sup>179</sup> Umwandlungsgesetz vom 28. Oktober 1994 (BGBl. I S. 3210; 1995 I S. 428)

<sup>180</sup> *A guide to public takeovers in Germany 2016* [online]. allenoverly.com, 2016 [cit. 5. března]. Dostupné na <[http://www.allenoverly.com/SiteCollectionDocuments/Guide%20to%20public%20takeovers%20in%20Germany%20\(email\).pdf](http://www.allenoverly.com/SiteCollectionDocuments/Guide%20to%20public%20takeovers%20in%20Germany%20(email).pdf)>. s. 21

<sup>181</sup> Aktiengesetz dostupný online na <http://www.gesetze-im-internet.de/aktg/BJNR010890965.html>

<sup>182</sup> Aktiengesetz vom 6. September 1965 (BGBl. I S. 1089), zuletzt geändert durch Art. 11 des Gesetzes vom 16. Juli 2007 (BGBl. I S. 1330), § 327 a odst. 1

<sup>183</sup> Tamtéž § 327b odst. 1



informací o majoritním akcionáři.<sup>184</sup> Pokud minoritní akcionář nesouhlasí s výší protiplnění, může se obrátit na soud, který výši stanovenou majoritním akcionářem přezkoumá ve speciálním řízení.

Řízení o přezkumu výše protiplnění označuje jako Spruchverfahren a je upraveno v samostatném zákoně Spruchverfahrensgesetz (SpruchG). Nutno podotknout, že právě díky tomuto speciálnímu řízení Spolkový ústavní soud považuje squeeze-out za **ústavně konformní** a bez jeho existence by byl squeeze-out s ústavou v rozporu.<sup>185</sup>

Spolkový soudní dvůr se zabýval otázkou řízení pro ochranu minoritních vlastníků ve svém rozhodnutí Feldmühle<sup>186</sup>. V tomto rozhodnutí soud zvažoval, jestli je pro ochranu minoritního vlastníka postačující přezkoumání nároků v klasickém civilním řízení či je nutné řízení odlišné a došel k závěru, že **jen speciální řízení** poskytne minoritním vlastníkům přiměřenou ochranu jejich práv.<sup>187</sup>

Toto řízení vykazuje několik zásadních rozdílů oproti klasickému řízení. Řízení Spruchverfahren se dle ustanovení § 3 výše uvedeného zákona zahajuje na návrh jakéhokoli minoritního akcionáře, pokud se domnívá, že jeho vytěsnění neproběhlo v souladu se zákonem. Řízení však dále probíhá z moci úřední a minoritní akcionář tak nemá plné důkazní břemeno v řízení. Zde lze spatřit jednu z největších výhod tohoto řízení, protože obvykle minoritní akcionář nemá možnost zjistit veškeré relevantní skutečnosti týkající se společnosti. Dle ustanovení § 6 soud jmenuje zástupce a tím jsou v řízení zastoupeni všichni akcionáři, i když sami nepodalí návrh na zahájení řízení. Náklady za řízení dle ustanovení § 15 nese společnost a konečně dle ustanovení § 13 působí rozhodnutí erga omnes a musí být zveřejněno.<sup>188</sup>

Minoritní akcionář tak má v tomto druhu řízení mnohem větší možnost ochrany jeho práv, než v řízení klasickém. Řízení Spruchverfahren se snaží minimalizovat nevýhody, které pramení právě z postavení minoritního akcionáře při squeeze-out. Dává mu lepší možnost obrany a je tak v případě squeeze-out mnohem spravedlivější než klasické civilní řízení. Podobný typ řízení je zakotven i v právním řádu Rakouské republiky v ustanovení § 225e a násl. akciového zákona.<sup>189</sup>

### 3.2.2 Italská republika

V italské právní úpravě můžeme najít zakotvení squeeze-out již od roku 1998. Proces vytěsnění je upraven ve finančním zákoně č. 58 ze dne 24. února 1998<sup>190</sup> (Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria), který se v roce 2003 a následně v roce

---

<sup>184</sup> Tamtéž § 327c

<sup>185</sup> ZIMA, Petr. Squeeze-out a Spruchverfahren. *Právní rozhledy*, 2005, roč. 13. č. 1, s. 27

<sup>186</sup> Rozhodnutí Spolkového ústavního soudu BVerfGE 14, 263 (*Feldmühle*)

<sup>187</sup> ZIMA, Petr. Squeeze-out a Spruchverfahren. *Právní rozhledy*, 2005, roč. 13. č. 1, s. 28

<sup>188</sup> Spruchverfahrensgesetz (SpruchG)

<sup>189</sup> ZIMA, Petr. Squeeze-out a Spruchverfahren. *Právní rozhledy*, 2005, roč. 13. č. 1, s. 30

<sup>190</sup> Také TUF (*Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*)

2006 dočkal rozsáhlé novelizace, týkající se úpravy obchodních společností. Podle italského práva je možnost vytěsnění minoritních akcionářů pouze u kótovaných společností.

Dle článku 111 finančního zákona, majoritní akcionář, který drží v kótované<sup>191</sup> společnosti nejméně 95 % akcií s hlasovacími právy, má právo na vytěsnění minoritních akcionářů ze společnosti. Pokud majoritní akcionář drží nejméně 95 % všech akcií, musí učinit veřejnou nabídku automaticky.<sup>192</sup> Pokud majoritní akcionář drží ve společnosti nejméně 90 % akcií, může se vyhnout povinné nabídce jen za předpokladu, že zajistí oběh dostatečující pro pravidelné obchodování s těmito akciemi<sup>193</sup> Squeeze-out může majoritní akcionář uplatnit do tří měsíců po povinné veřejné nabídce, kterou se mu nepodařilo získat úplnou kontrolu nad společností. Majoritní akcionář musí splnit zákonem stanovené požadavky, aby bylo vytěsnění úspěšné.

Je-li ve společnosti vydáno více druhů cenných papírů, právo na squeeze-out se týká pouze té třídy cenných papírů, u které majoritní akcionář dosáhl 95 % prahu.<sup>194</sup> Článek 108 odst. 4 finančního zákona stanoví, že výše protiplnění je stanovena Úřadem pro regulaci cenných papírů CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa). CONSOB při určení výše protiplnění přihlédne k jakékoli cenové nabídce za účastnické cenné papíry vytěšňovaných akcionářů nebo k tržní ceně účastnických cenných papírů, a to až 6 měsíců před oznámením veřejné nabídky k odkupu těchto účastnických cenných papírů. Dále přihlédne k posudku vypracovaným **nezávislými odborníky na základě kritérií**, která se obecně používají ve finanční analýze, ne starší než 6 měsíců od veřejné nabídky. CONSOB vezme v úvahu také jakékoliv jiné nákupy cenných papírů ve stejné kategorii za posledních dvanáct měsíců, a to u majoritního akcionáře i osoby, která jedná s majoritním akcionářem ve shodě.<sup>195</sup> Majoritní akcionář může s minoritními akcionáři provést také výměnu účastnických cenných papírů za jiné účastnické cenné papíry. I v tomto případě CONSOB **kontroluje výši protiplnění**, tedy zda mají vyměňované akcie přiměřenou protihodnotou za akcie vytěšňovaných akcionářů. Převod účastnických cenných papírů na majoritního akcionáře nabývá účinnosti od oznámení okamžiku vkladu protiplnění na účet zřízený pro tento účel u banky.<sup>196</sup> Veškeré výdaje, které vznikly při squeeze-out nese majoritní akcionář.

---

<sup>191</sup> Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58: Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, čl. 105

<sup>192</sup> CARONE, Marco, NICOLA De Alessandro. *Italian Company Law: Companies Limited by Shares*. Milano: Egea, 2014. 275 s.

<sup>193</sup> Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58: Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, čl. 108 odst. 2

<sup>194</sup> Tamtéž čl. 111 odst. 1

<sup>195</sup> Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58: Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, čl. 108 odst. 4

<sup>196</sup> Tamtéž čl. 111 odst. 3

Celý proces vytěsnění minoritních akcionářů začíná koncem akceptační lhůty veřejné nabídky. Majoritní akcionář poté musí zveřejnit výsledky veřejné nabídky a musí zde také vyslovit svůj záměr vytěsnit minoritní akcionáře. Následně musí složit na bankovní účet protiplnění náležející minoritním akcionářům. Po oznámení společnosti, že protiplnění bylo složeno na účet, přecházení účastnické cenné papíry minoritních akcionářů na akcionáře majoritního.<sup>197</sup>

Pokud majoritní akcionář poruší některou ze zákonných povinností, může mu být **uložena sankce**. Při porušení zákona při procesu squeeze-out může dojít k pozastavení hlasovacích práv společnosti. Za předpokladu, že dojde k výkonu hlasovacího práva, může být rozhodnutí společnosti napadeno podle ustanovení italského občanského práva či přímo institucí CONSOB do 180 dní po vydání rozhodnutí. Dále dle článku 192 finančního zákona může CONSOB uložit majoritnímu akcionáři pokutu, která je nejméně 25.000 euro. Maximálně majoritnímu akcionáři může být uložena pokuta ve výši, kterou zaplatil nebo by měl zaplatit minoritním akcionářům za jejich účastnické cenné papíry.<sup>198</sup>

---

<sup>197</sup> GUBITOSI, Marco. *Squeeze-out Guide IBA Corporate and M&A Law Committee 2014* [online]. ibanet.org, 2014 [cit. 6. března 2017]. Dostupné na <<http://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:eN5XpkyHobUJ:www.ibanet.org/Document/Default.aspx%3FDocumentUid%3DFAB98A77-5740-4804-A849-63AE2F7FDF97+&cd=1&hl=cs&ct=clnk&gl=cz>>.

<sup>198</sup> GIANNI, Francesco, IAELLO, Andrea. Italy In GERVEN, Van Dirk (ed). *Common Legal Framework for Takeover Bids in Europe*. Cambridge: Cambridge University Press, 2010, s. 145

## Závěr

Proces nuceného přechodu účastnických cenných papírů je ústavně konformní a obecně uznávaný proces pro vytěsnění menšinových akcionářů ze společností. Majoritní akcionář má právo na ovládnutí celé společnosti. Společnost se tak může dále rozvíjet beze strachu z greenmailingu, bez vynakládání zbytečných finančních a časových zdrojů a v neposlední řadě tak může vyřešit free-rider problem. Toto právo majoritního akcionáře však nemůže převážit nad právem na spravedlivé protiplnění, které majoritní akcionář musí poskytnout vytěšňovanému akcionáři a není možné, aby byl menšinový akcionář jakýmkoli způsobem znevýhodňován. Majoritní akcionář nemůže zneužívat své postavení ke svému prospěchu na úkor menšinového vlastníka účastnických cenných papírů. Majoritní akcionář je dnes motivován k podhodnocení poskytovaného protiplnění, neboť je pro něj výhodnější alespoň vyzkoušet, zda půjde menšinový akcionář do sporu. Tato motivace však majoritnímu akcionáři nemůže být vyčítána. Vystupuje zde jako podnikatel, který maximalizuje zisky a minimalizuje výdaje a menšinový akcionář má dbát o svá práva sám dle zásady *vigilantibus iura scripta sunt*. Pokud tedy valná hromada schválí přiměřené protiplnění, které je podloženo znaleckým posudkem, majoritní akcionář postupuje v souladu s právním řádem.

Minoritní akcionář je však při procesu vytěsnění v nelehké pozici. Znalecký posudek, který je vypracován na popud majoritního akcionáře, může být ovlivněn v jeho neprospěch. Minoritní akcionář se nachází v informační tísní a obrana proti znaleckému posudku může být zdlouhavá a finančně náročná. Současná právní úprava v České republice stále není pro menšinového akcionáře ideální a je zapotřebí zvýšit jeho procesní ochranu a vyrovnat tak stav mezi menšinovým a většinovým akcionářem.

Protože je proces vytěsnění pro vytěšňovaného akcionáře nedobrovolný, právní řád mu musí poskytnout takové prostředky, které by mohl při obraně svých tvrzených práv snadno a efektivně využít. Zvýšená procesní ochrana minoritního akcionáře je zde namístě. Inspirací takové zvýšené procesní ochrany může být například úprava speciálního řízení po vzoru jiných evropských států. Jen tak může být nastolena rovnost zbraní v případném sporu. Spory týkající se přiměřeného protiplnění nejsou nakonec ani v zájmu majoritních akcionářů, kteří zbytečně vynakládají finanční a časové prostředky, které by mohly být využity efektivněji.

Účelem zákonné úpravy je především ochrana menšinových akcionářů a dosažení spravedlivého stavu mezi minoritním a majoritním akcionářem. Tohoto stavu je však dnes ve většině případů těžké dosáhnout. Pokud by byla nastavena závazná pravidla pro celý proces oceňování, přezkumu znaleckých posudků a vyvážena procesní ochrana stran, mohlo by se

předejít případným sporům. Majoritní akcionář by nebyl motivován snahou o poddimenzování protiplnění spoléhajíc se na to, že vytěsňovaní akcionáři nebudou chtít nebo nebudou moci vstoupit do případného sporu či na to, že se mu dalším znaleckým posudkem podaří výši přiměřeného protiplnění podpořit. Na druhé straně se vytěsňovaní akcionáři budou moci lépe přesvědčit o spravedlivosti poskytnutého protiplnění a nebudou se zbytečně pouštět do soudního sporu. Celý proces vytěsnění minoritních akcionářů se tak značně zjednoduší a zprůhlední.

Nedostatky, které lze spatřovat v nedostatečném přezkumu znaleckého posudku, lze vyřešit pouze úplným a detailním přezkumem dotčeného posudku v každém individuálním případě. Proces přezkumu je velice náročný a je zapotřebí odborných znalostí, pro soud ale náročnost a odbornost nemůže být překážkou pro přezkum celého znaleckého posudku. Z praxe zahraničních soudů je zřejmé, že se soud může pustit i do tak složitých operací, jako je ocenění společnosti samotným soudem. Soud pak může sám nejlépe posoudit, jaké je přiměřené protiplnění. Pro složitost celého procesu je odbornost soudu velice důležitá. Jedna z možností, jak docílit zvýšené povědomosti o procesu oceňování, je soustředění těchto sporů ke zvláštním soudním senátům.

Pokud posudek majoritního akcionáře, posudek minoritního akcionáře a případně i revizní posudek dojdou k velmi odlišným výsledkům za použití stejných vstupních dat, je pro soud bez odborných znalostí téměř nemožné rozpoznat, který je ten „nejvíce“ správný. Složitost celého procesu podtrhuje fakt, že má být zvýšena procesní ochrana minoritního akcionáře, neboť zde vystupuje jako slabší strana. Za situace, kdy jsou nuceně vykupovány akcie minoritního akcionáře, se nelze spokojit s tím, že soud posoudí pouze úplnost a vnitřní logiku či dokonce jen jeho formální stránku. Především v případech jako je squeeze-out, kde je zřetelně zasaženo do práv vytěsňovaných akcionářů, je takového přezkumu zapotřebí.

Z již proběhlých sporů můžeme vyzorovat, že případné škody mohou být velkého rozsahu. Například v případě Severomoravské energetiky byl po proběhlém sporu majoritní akcionář donucen vytěsněným akcionářům doplatit téměř 350 miliónů korun. Tato suma také může ilustrovat motivaci majoritního akcionáře v poddimenzování znaleckého posudku pro přiměřené protiplnění.

## Seznam použitých zdrojů

### Monografie a komentářová literatura

- [1] CARONE, Marco, DE NICOLA, Alessandro. *Italian company law : Companies limited by shares*. Milano: EGEA, 2014. 267 s.
- [2] POKORNÁ, Jarmila. In BĚLOHLÁVEK, Alexander (ed). *Komentář ke zákonu o obchodních korporacích*- 2. díl. 1. vydání. Plzeň: Aleš Čeněk, 2013, s. 1594
- [3] DOLEŽIL, Tomáš, LASÁK, Jan. In LASÁK, Jan, POKORNÁ, Jarmila a kol. (ed). *Komentář ke zákonu o obchodních korporacích*- 2. díl. 1. vydání. Praha: Wolters Kluwer, 2014, s. 2872
- [4] ŠTENGLOVÁ, Ivana, HAVEL, Bohumil, CILEČEK, Filip a kol. In ŠTENGLOVÁ, Ivana, HAVEL, Bohumil, CILEČEK, Filip a kol. (ed). *1 Komentář ke zákonu o obchodních korporacích*- díl. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2013, s. 1008
- [5] ZIMA, Petr. *Oceňování podniků v právní praxi*. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2016. 272 s.
- [6] KRABEC, Tomáš. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. 1. vydání. Praha: Grada Publishing, 2009. 261 s.
- [7] RACHLITZ, R. In GRIGOLEIT, Ch. (ed). *Aktiengesetz Kommentar*- 1. díl. 1. vydání. München: C. H. Beck, 2013, s. 324
- [8] ČERNÁ, Stanislava a kol. *Právo obchodních korporací*. Praha: Wolters Kluwer, 2015. 393 s.
- [9] MELZER, Filip. *Metodologie nalézáni práva*. 2. vydání. Praha: C. H. Beck, 2011. 296 s.
- [10] PRATT, Shannon. *Business Valuation Discounts and Premiums*. 2. vydání. New Jersey: John Wiley and Sons, 2009. 455 s.
- [11] FISHMAN, Jay, PRATT, Shannon, MORRISON, William. *Standards of Value: Theory and Applications*. New Jersey: John Wiley and sons, 2013. 443 s.
- [12] POLÁČEK, Bohumil, ATTL, Jan. *Posudek znalce a podnik*. Praha: C. H. Beck, 2006. 184 s.
- [13] GIANNI, Francesco, IAELLO, Andrea. Italy In GERVEN, Van Dirk (ed). *Common Legal Framework for Takeover Bids in Europe*. Cambridge: Cambridge University Press, 2010, s. 304
- [14] CARONE, Marco, NICOLA De Alessandro. *Italian Company Law: Companies Limited by Shares*. Milano: Egea, 2014. 296 s.

## Články z odborných časopisů

- [1] ZIMA, Petr. Freeze-out. *Právní rozhledy*, 2012, roč. 20, č. 20, s. 710 - 714.
- [2] ŠPAČKOVÁ, Michala. Zásada rovného zacházení se všemi akcionáři. *Obchodněprávní revue*, 2016, roč. 8, č. 1, s. 1 – 10.
- [3] ZIMA, Petr. Oceňování při squeeze-out. *Právní rozhledy*, 2011, roč. 19, č. 8, s. 267 – 274.
- [4] ZIMA, Petr. K rozhodnutí Nejvyššího soudu ve věci přístupu k oceňování a metodám oceňování. *Právní rozhledy*, 2013, roč. 21, č. 5, s. 178 – 181.
- [5] LEGS. Nad novou úpravou znalecké činnosti. *Právní rozhledy*, 2016, roč. 24, č. 10, s. 2.
- [6] ZIMA, Petr. Ještě jednou ke squeeze-outu a legitimnímu očekávání. *Právní rozhledy*, 2014, roč. 22, č. 13 – 14, s. 503
- [7] ŠPAČKOVÁ, Michala. Žaloba na přezkoumání přiměřenosti protiplnění za nucený výkup účastnických cenných papírů po rekodifikaci. *Právní rozhledy*, 2014, roč. 22, č. 11, s. 386
- [8] ZIMA, Petr. Squeeze-out a Spruchverfahren. *Právní rozhledy*, 2005, roč. 13. č. 1, s. 27 – 30

## Právní předpisy

- [1] Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/25/ES ze dne 21. dubna 2004 o nabídkách převzetí. Úř. věst. L 142, 30. dubna 2004
- [2] Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech, ve znění pozdějších předpisů
- [3] Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, ve znění pozdějších předpisů
- [4] Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů
- [5] Zákon č. 104/2008 Sb., zákon o nabídkách převzetí a o změně některých dalších zákonů, ve znění pozdějších předpisů
- [6] Zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku a o změně některých zákonů, ve znění pozdějších předpisů
- [7] Zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů
- [8] Zákon č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu, ve znění pozdějších předpisů
- [9] Zákon č. 99/1963 Sb., občanský soudní řád, ve znění pozdějších předpisů
- [10] Zákon č. 36/1967 Sb., o znalcích a tlumočnících, ve znění pozdějších předpisů
- [11] Zákon č. 125/2008 Sb., o přeměnách obchodních společností a družstev, ve znění pozdějších předpisů

- [12] Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58: Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria
- [13] Aktiengesetz vom 6. September 1965 (BGBl. I S. 1089), zuletzt geändert durch Art. 11 des Gesetzes vom 16. Juli 2007 (BGBl. I S. 1330)

## Judikatura

- [1] Rozsudek Evropského soudu pro lidská práva ze dne 28. října 2010, Suda v Česká republika, stížnost č. 1643/06
- [2] Rozsudek ze dne 16. prosince 2008, Société Arcelor Atlantique et Lorraine a další v Premier ministre a další, C127/07, Sb. rozh. s. I-09895, bod 23.
- [3] Rozsudek ze dne 15. října 2009, Audiolux SA e.a v Groupe Bruxelles Lambert SA (GBL) a další, C-101/08, Sb. rozh. s. I-09823, bod 42
- [4] Nález Ústavního soudu ze dne 2. 12. 2008, sp. zn. Pl. ÚS 43/05, bod 10
- [5] Nález Ústavního soudu ze dne 21. března 2011, sp. zn. I. ÚS 1768/09
- [6] Nález Ústavního soudu ze dne 27. 3. 2008, sp. zn. 56/05, bod 52
- [7] Nález Ústavního soudu ze dne 12. ledna 2016, sp. zn. I. ÚS 1054/13
- [8] Nález Ústavního soudu ze dne 20. května 2008, sp. zn. I. ÚS 49/06
- [9] Nález Ústavního soudu ze dne 30. dubna 2007, sp. zn. III. ÚS 299/06
- [10] Nález Ústavního soudu ze dne 20. 5. 2014, sp. zn. 32/13
- [11] Usnesení Nejvyššího soudu ze dne 12. května 2010, sp. zn. 28 Cdo 4930/2009
- [12] Usnesení Nejvyššího soudu ze dne 16. prosince 2009, sp. zn. 29 Cdo 4712/2007
- [13] Usnesení Nejvyššího soudu ze dne 25. února 2010, sp. zn. 29 Cdo 1326/2009
- [14] Usnesení Nejvyššího soudu ze dne 16. prosince 2009, sp. zn. 33 Cdo 4316/2009
- [15] Usnesení Nejvyššího soudu ze dne 21. října 2009, sp. zn. 22 Cdo 1810/2009
- [16] Usnesení Nejvyššího soudu ze dne 22. května 2012, sp. zn. 29 Cdo 1145/2011
- [17] Usnesení Nejvyššího soudu ze dne 15. dubna 2010, sp. zn. 8 Cmo 75/2009
- [18] Usnesení Nejvyššího soudu ze dne 23. ledna 2007, sp. zn. 31 Cm 123/2009
- [19] Usnesení Nejvyššího soudu ze dne 15. července 2010, sp. zn. 8 As 54/2009-84
- [20] Usnesení Nejvyššího soudu ze dne 3. března 2009, sp. zn. 32 Cdo 661/2008
- [21] Usnesení Nejvyššího soudu ze dne 23. listopadu 2010, sp. zn. 32 Cdo 4637/2009
- [22] Usnesení Nejvyššího soudu ze dne 19. června 2012, sp. zn. 29 Cdo 2214/2010
- [23] Usnesení Nejvyššího soudu ze dne 29. května 2007, sp. zn. 33 Odo 324/2005
- [24] Usnesení Nejvyššího správního soudu ze dne 30. dubna 2008, sp. zn. 4 As 34/2007-129



- [25] Usnesení Vrchního soudu v Praze ze dne 11. června, sp. zn. 7 Cmo 447/2009
- [26] *Sprague v. Illinois River R. R.*, 19 Il. 174, (1857)
- [27] *Pueblo Bancorp. v. Lindoe*, 63 P.3d 353, (Colo. 2003)
- [28] *Balsamides v. Protameen Chemicals, Inc.*, 160 N.J. 352, (N.J. 1999)
- [29] *United States v. Cartwright*, 411 U.S. 546, (U.S. 1973)
- [30] *Catlin (syndicate 2003) at Lloyd's v. San Juan Towing & Marine Servs., Inc.*, 979 F.Supp.2d 181, (D.P.R. 2013)
- [31] *Clean Harbors, Inc. v. Safety-Kleen, Inc.*, C.A. No. 6117-VCP (Del. 2011)
- [32] *Owen v. Lynn Cannon, Bryn Owen, Energy Servs. Grp., Inc.*, C.A. No. 8860-CB (Del. Ch. 2015)
- [33] *Tri-Continental v. Battye*, 31 Del. Ch. 523, (Del. 1950)
- [34] *Coe Co. v. Minneapolis-Moline Co.*, 31 Del. Ch. 368, (Del. Ch. 1950)
- [35] *Weinberger v. Uop, Inc.*, 457 A.2d 701, (Del. 1983)
- [36] *Rosenblatt v. Getty Oil Co.*, 493 A.2d 929, (Del. 1985)
- [37] *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805, (Del. 1984)
- [38] *Cavalier Oil Corp. v. Harnett*, 564 A.2d 1145 (Del. 1989)
- [39] *Sterling, Et Al., v. Mayflower Hotel Corp., Et Al.*, 33 Del. Ch. 293, (Del. 1952)
- [40] Aktiengesetz vom 6. September 1965 (BGBl. I S. 1089), zuletzt geändert durch Art. 11 des Gesetzes vom 16. Juli 2007 (BGBl. I S. 1330)
- [41] Rozsudek BGH ze dne 25. 11. 1998, sp. zn. XII ZR 84/97, NJW, 1999
- [42] Rozhodnutí Spolkového ústavního soudu BVerfGE 14, 263 (*Feldmühle*)

## **Příspěvky ze sborníku**

- [1] SUBRAMANIAN, Guhan. *A New Takeover Defense Mechanism: Using an Equal Treatment Agreement as an Alternative to The Poison Pill*. In Delaware Journal of Corporate Law. Delaware: The Widener University School of Law, 1998, s. 376 – 422
- [2] HERTIG, Gérard, MCCAHERY, Joseph. Company and Takeover Law Reforms in Europe: Misguided Harmonization Efforts or Regulatory Competition?. In ARMOUR, John, MCCAHERY, Joseph (ed.) *After Enron Improving Corporate Law and Modernising Securities Regulation in Europe and the US*. Portland: Hart Publishing, 2006, s. 545 – 575.

## Ostatní zdroje

- [1] SUBRAMANIAN, Guhan. *Post-siliconix Freeze-outs: Theory, Evidence and Policy* [online]. law.harvard.edu, duben 2004 [cit. 12. ledna 2017]. Dostupné na <[http://www.law.harvard.edu/programs/olin\\_center/papers/pdf/472.pdf](http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/472.pdf)>.
- [2] VENTORUZZO, Marco. *Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposals* [online]. ssrn.com, 12. listopadu 2009 [cit. 12. ledna 2017]. Dostupné na <<https://ssrn.com/abstract=1505485>>.
- [3] GEVURTZ, Franklin. *Squeeze-Outs and Freeze-Outs in Limited Liability Companies* [online]. openscholarship.wustl.edu, leden 1995 [cit. 12. ledna 2017]. Dostupné na <[http://openscholarship.wustl.edu/law\\_lawreview/vol73/iss2/5](http://openscholarship.wustl.edu/law_lawreview/vol73/iss2/5)>.
- [4] SUBRAMANIAN, Guhan. *Fixing Freezeouts* [online]. law.harvard.edu, prosinec 2004 [cit. 12. ledna 2017]. Dostupné na <[http://www.law.harvard.edu/programs/olin\\_center/papers/pdf/Subramanian\\_501.pdf](http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/Subramanian_501.pdf)>.
- [5] BURKART, Mike, LEE, Samuel. *The One Share - One Vote Debate: A Theoretical Perspective* [online]. ssrn.com, 1. června 2017 [cit. 20. 12. 2016]. Dostupné na <<https://ssrn.com/abstract=987486>>.
- [6] WINTER, Jaap. *Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids* [online]. ec.europa.eu, 10. ledna 2002 [cit. 25. prosince 2016]. Dostupné na <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf)>.
- [7] *Důvodová zpráva k zákonu č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích)* [online]. anag.cz, [cit. 25. prosince 2016]. Dostupné na <[http://www.anag.cz/Files/file/duvodova\\_obchkor.pdf](http://www.anag.cz/Files/file/duvodova_obchkor.pdf)>.
- [8] *Důvodová zpráva k zákonu č. 125/2008 Sb., o přeměnách obchodních společností a družstev* [online]. beck-online.cz, 22. října 2007 [cit. 1. března 2017]. Dostupné na <<https://www.beck-online.cz/bo/chapterview-document.seam?documentId=oz5f6mrqga4f6mjsgvpwi6q>>.
- [9] COATES, John. *Fair Value as an Avoidable Rule of Corporate Law: Minority Discounts in Conflict Transactions* [online]. dash.harvard.edu, červen 1999 [cit. 27. prosince 2016]. Dostupné na <<http://nrs.harvard.edu/urn-3:HUL.InstRepos:12942308>>.
- [10] BIGGART, Robert. *The Fiduciary Duty of Majority Shareholders in Freezeout Mergers: A Suggested Approach* [online]. ir.lawnet.fordham.edu, 1978 [cit. 2. března 2017]. Dostupné na <<http://ir.lawnet.fordham.edu/flr/vol47/iss2/4/>>.
- [11] PRATTI, Shannon. *The Opinion of the College on Defining Standards of Value Initiation* [online]. appraisers.org, červen 1989 [cit. 5. ledna 2017]. Dostupné na

- <<http://www.appraisers.org/docs/default-source/college-of-fellows-articles/defining-standards-of-value.pdf>>.
- [12] *International Valuation Standards Council: International Valuation Standards 2013, Framework and Requirements* [online]. valuerinstitute.com, 1. ledna 2014 [cit. 20. ledna 2017]. Dostupné na <[http://www.valuersinstitute.com.au/docs/professional\\_practice/International%20Valuation%20Standards%202013.pdf](http://www.valuersinstitute.com.au/docs/professional_practice/International%20Valuation%20Standards%202013.pdf)>.
- [13] MALONEY, David. *Market Value vs. Fair Market Value: What's the Difference?* [online]. appraisalcourseassociates.com, 2012 [cit. 22. ledna 2017]. Dostupné na <<https://www.appraisalcourseassociates.com/2012/10/01/1265/>>.
- [14] MURDOCK, Charles. *Evolution of Effective Remedies for Minority Shareholders and Its Impact upon Valuation of Minority Shares* [online]. scholarship.law.nd.edu, 1. června 1999 [cit. 2. února 2017]. Dostupné na <<http://scholarship.law.nd.edu/ndlr/vol65/iss3/2/>>.
- [15] NATHAM, Charles, SHAPIRO, K. *Legal Standard of Fairness of Merger Terms Under Delaware Law* [online]. djcl.org, 1977 [cit. 15. února 2017]. Dostupné na <<http://www.djcl.org/wp-content/uploads/2014/07/LEGAL-STANDARD-OF-FAIRNESS-OF-MERGER-TERMS-UNDER-DELAWARE-LAW.pdf>>. s. 48
- [16] *Memorandum Opinion. In re Appraisal of Dfc Global Corp.*, Consolidated C.A. No. 10107-CB (Del. Ch. Jul. 8, 2016) [online]. morrisjames.com, 8. červenec 2016 [cit. 26 února]. Dostupné na <<http://www.morrisjames.com/assets/htmldocuments/DFC%20Global.pdf>>.
- [17] COLLINS, Clarkson. *Fair Value in Arm's-Length Third-Party Transactions* [online]. morrisjames.com, 3. srpna 2016 [cit. 27. února]. Dostupné na <<http://www.morrisjames.com/newsroom-articles-703.html>>.
- [18] *Návrh oceňovacích standardů VŠE* [online]. iom.vse.cz, prosinec 2011 [cit. 25. února 2017]. Dostupné na <<http://iom.vse.cz/odborna-cinnost/ceske-ocenovaci-standardy/>>.
- [19] GUBITOSI, Marco. *Squeeze-out Guide IBA Corporate and M&A Law Committee 2014* [online]. ibanet.org, 2014 [cit. 6. března 2017]. Dostupné na <<http://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:eN5XpkyHobUJ:www.ibanet.org/Document/Default.aspx%3FDocumentUid%3DFAB98A77-5740-4804-A849-63AE2F7FDF97+&cd=1&hl=cs&ct=clnk&gl=cz>>.

## Anotace

Diplomová práce s názvem „*Vytěsnění menšinových akcionářů a přiměřené protiplnění*“ se zabývá problematikou přiměřeného protiplnění při nuceném přechodu účastnických cenných papírů. První část práce se orientuje na obecné informace o vytěsnění minorit a poskytuje náhled do terminologie, vývoje institutu a právního zakotvení v České republice. Druhá část práce se blíže zaměřuje na přiměřené protiplnění. Pojednává o právních zásadách a principech, popisuje standardy hodnoty a používané oceňovací metody. Zaměřuje se taktéž na roli znaleckého posudku a jeho přezkum soudem. Třetí část je věnována různým možnostem ochrany práv minoritních akcionářů v České republice, následně je nastíněna úprava v zahraničních právních úpravách Německa a Itálie.

**Klíčová slova:** Vytěsnění minorit, akcionář, zákon o obchodních korporacích, spravedlivá hodnota, oceňovací standardy, ocenění, přiměřené protiplnění.

## **Abstract**

The diploma thesis entitled „*Squeeze-out and adequate consideration*“, deals with issues of adequate consideration in case of forced passage of participating securities. Firstly, the thesis focuses on general information about squeeze-out and gives outlook in terminology, development of the institute and legal base in the Czech Republic. The second part is closely focused on adequate consideration. It deals with legal principles, standards of value and valuation methods. It is focused also on the role of an expert opinion and its judicial review. The third part is devoted to different options of defense for minority shareholders in the Czech Republic, afterwards is outlined legal base in Germany and Italy.

**Key words:** Squeeze-out, shareholder, Business Corporations Act, fair value, valuation standards, appraisal, adequate consideration.

## Seznam příloh

Příloha č. 1 Vytěsnění akcionářů v roce 2016

## Příloha č. 1

### Vytěsnění akcionářů v roce 2016<sup>199</sup>

1. Veletrhy Brno, a.s.
2. Velkopavlovické drůbežářské závody, a.s.
3. PAS Zábřeh na Moravě a. s.
4. AGRA GROUP a.s.
5. Agropodnik Svitavy, a.s.
6. Kopanina a.s.
7. MORAGRO, a.s. v Prostějově
8. GRANDHOTEL PUPP Karlovy Vary, akciová společnost
9. Agrostav Svitavy, a. s.
10. ZLT a.s.
11. Pivovary Lobkowicz Group, a.s.
12. ZOD Brniště a.s.
13. UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, a.s.
14. KOVOLIT, a.s.
15. LIGNA a.s.
16. Bohemia Regent a.s.
17. EGÚ Brno,a.s.
18. RENATEX CZ a.s.
19. UVR Mníšek pod Brdy a.s.
20. Moravskoslezské cukrovary, a.s.
21. BOHEMIA CRYSTAL GROUP, a.s.
22. MITOP, akciová společnost
23. BODOS a.s.
24. LIPONOVA, a.s.
25. ZEAS Polešovice, a.s.
26. LIGMET a.s.
27. Brands Diffusion, a.s.
28. Česká telekomunikační infrastruktura a.s.
29. Agropodnik Dvorce, a.s.

---

<sup>199</sup> Zdroj [www.in-server.cz](http://www.in-server.cz)