

**Univerzita Palackého v Olomouci
Právnická fakulta**

Jan Peřinka

**Sell-out
Právo odkupu v akciových společnostech**

Diplomová práce

Olomouc 2017

“habemus somnia”

Prohlášení

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci na téma *Sell-out* vypracoval samostatně a citoval jsem všechny použité zdroje.

V Olomouci dne 30. 6. 2017

Jan Peřinka

Poděkování

Na tomto místě bych rád poděkoval JUDr. Janu Lasákovi, Ph.D., LL.M. za odborné vedení, cenné rady a připomínky poskytnuté při tvorbě této práce.

Děkuji své rodině a přátelům za jejich podporu během celého studia.

Děkuji zejména těm, kterým už osobně poděkovat nemohu.

Obsah

Seznam použitých zkratk	7
Úvod	8
1. Vymezení pojmu Sell-out	10
2. Související instituty	13
2.1. Squeeze-out	13
2.2. Nepravý squeeze-out	14
2.3. Právo na odkup	15
2.4. Nabídka převzetí	15
3. Podmínky přípustnosti procesu Sell-out	17
3.1. Existence akcionáře nadaného právem Squeeze-out	17
3.2. Vlastnictví účastnických cenných papírů	21
4. Realizace procesu Sell-out	22
4.1. Žádost o učinění návrhu na odkup účastnických cenných papírů	22
4.1.1. Osoba k návrhu povinná	23
4.1.2. Náležitosti žádosti o učinění návrhu na odkup účastnických cenných papírů	23
4.1.3. Informační povinnost hlavního akcionáře	25
4.1.4. Lhůta k uplatnění práva Sell-out	25
4.1.5. Četnost žádostí vlastníka účastnických cenných papírů	26
4.1.6. Pluralita vlastníků účastníků cenných papírů	27
4.2. Návrh hlavního akcionáře	29
4.2.1. Forma návrhu	29
4.2.2. Náležitosti návrhu	32
4.2.3. Doba závaznosti	34
4.2.4. Odůvodnění	34
4.2.5. Způsob zveřejnění	35
4.3. Výše protiplnění	36
4.3.1. Přiměřenost protiplnění	36
4.3.2. Doložení přiměřenosti protiplnění znaleckým posudkem	39
4.4. Akceptace návrhu vlastníkem účastnických cenných papírů	44
4.5. Převod vlastnického práva	45
4.6. Pasivita hlavního akcionáře	47
4.7. Soudní vymáhání odkupu	47
Závěr	49
Seznam použitých zdrojů	51

Monografie.....	51
Odborné články.....	52
Právní předpisy.....	53
Judikatura	54
Ostatní zdroje.....	54
Abstrakt a klíčová slova.....	56
Abstract and keywords	57

Seznam použitých zkratk

ČNB	Česká národní banka
Listina	Usnesení předsednictva České národní rady č. 2/1993 Sb., o vyhlášení LISTINY ZÁKLADNÍCH PRÁV A SVOBOD jako součásti ústavního pořádku České republiky ve znění pozdějších předpisů
Nejvyšší soud	Nejvyšší soud České republiky
OZ	Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, ve znění pozdějších předpisů
ObchZ	Zákon č. 512/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů
PřemZ	Zákon č. 125/2008 Sb., o přeměnách obchodních společností a družstev, ve znění pozdějších předpisů
Třináctá směrnice	Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/25/ES ze dne 21. 4. 2004 o nabídkách převzetí
Úmluva	Sdělení federálního ministerstva zahraničních věcí č. 209/1992 Sb., o sjednání Úmluvy o ochraně lidských práv a základních svobod a Protokolů na tuto Úmluvu navazujících
Ústavní soud	Ústavní soud České republiky
ZOK	Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích), ve znění pozdějších předpisů
ZoNP	Zákon č. 104/2008 Sb., o nabídkách převzetí a o změně některých dalších zákonů (zákon o nabídkách převzetí), ve znění pozdějších předpisů
ZVR	Zákon č. 304/2013 Sb., o veřejných rejstřících právnických a fyzických osob, ve znění pozdějších předpisů

Úvod

Právo odkupu v akciových společnostech, odbornou obcí označován anglicismem *Sell-out*, je institut obchodního práva, který byl do českého právního řádu zaveden s účinností zákona o obchodních korporacích. Obsahem tohoto institutu je právo menšinového vlastníka účastnických cenných papírů požadovat za určitých podmínek po většinovém akcionáři odkup svých účastnických cenných papírů. Institut *Sell-out* je chápán jako určitá protiváha k právu většinového akcionáře vytěsnit ze společnosti menšinové vlastníky účastnických cenných papírů, tzv. *Squeeze-out*. Pojem *Sell-out* může být snadno zaměnitelný s jinými souvisejícími instituty jako je např. “právo na odkup”, “povinný odkup” či “následný sell-out”. Obsahem této práce je však rozbor výhradně institutu *Sell-out* podle § 395 zákona o obchodních korporacích. Rozbor je činěn ve vztahu k úpravě účinné ke dni 30. 6. 2017.

Institut *Sell-out* je v českém právním řádu nový a menšinovým vlastníkům účastnických cenných papírů stále poměrně neznámý. Ku prospěchu věci není ani ne příliš jasná právní úprava, která obsahuje jediné ustanovení. V tomto ustanovení pak zákonodárce odkazuje hned do několika jiných částí zákona o obchodních korporacích a celá úprava procesu *Squeeze-out* tak může působit poměrně zmatečně. Snad i proto je institut *Sell-out* využíván spíše sporadicky, zejména v kontrastu s hojně využívaným a často rozebíraným institutem *Squeeze-out*. To je také důvod, proč je většina pozornosti odborníků upřena právě na institut *Squeeze-out*. Téma této práce bylo primárně zvoleno z důvodu častých výkladových nejasností, pramenících z komplikované právní úpravy, které se autor pokusí překlenout. Dalším důvodem je absence ucelené publikace, zevrubně se věnující institutu *Sell-out*.

První část této práce je věnována vymezení pojmu *Sell-out* jako takového. Nastíněn je původ institutu a jeho význam pro menšinové vlastníky účastnických cenných papírů. Dále je popsán koncept, jaký zákonodárce pro úpravu institutu *Sell-out* zvolil, a to vzhledem k existujícím tuzemským a zahraničním alternativám. Citována je většina dostupné tuzemské bibliografie, alespoň částečně se věnující institutu *Sell-out*.

Ve druhé části jsou popsány instituty související s institutem *Sell-out*. Tyto související instituty jsou pro institut *Sell-out* významné, neboť jej proti nim buď přímo vymezujeme nebo mu určitým způsobem konkurují. K detailnějšímu rozboru souvisejících institutů je odkázáno do příslušné bibliografie.

Třetí část práce je věnována podmínkám přípustnosti procesu *Sell-out*. Důraz je kladen na zákonodárcem zvolenou velikost podílu většinového akcionáře, nezbytného pro přípustnost procesu. Autor rozebírá možná alternativní řešení a nastiňuje řešení zvolená v zahraničních

právních úpravách. Dále je rozebrán dopad zákonodárcem zvolený termín “vlastník účastnických cenných papírů” oproti termínu “akcionář”.

Ve čtvrté části práce je proveden důkladný rozbor procesu *Sell-out*. Celý proces je popsán v chronologickém pořadí od žádosti vlastníka účastnických cenných papírů o učinění návrhu na jejich odkup až po potenciální soudní vymáhání odkupu. Proces *Sell-out* nemá v zákoně o obchodních korporacích speciální úpravu a zákonodárce odkazuje na přiměřené užití úpravy souvisejících institutů, která však není dokonale přílehavá. Z tohoto důvodu vznikají výkladové nejasnosti, které se autor pokouší v jednotlivých fázích procesu identifikovat, rozebrat, učinit závěr a nastínit vhodnější úpravu *de lege ferenda*. Proces *Sell-out* je rozebrán z hlediska právního. Ekonomická stránka oceňování účastnických cenných papírů přesahuje rozsah této práce a je pouze stručně zmíněna.

Cílem této práce je zevrubný rozbor procesu *Sell-out* a výklad obecné právní úpravy konkrétně na případě procesu *Sell-out*. Autor se pokouší identifikovat jednotlivé výkladové problémy, které pak rozebírá a činí vlastní závěry. Zejména pro předcházení zmíněným výkladovým nejasnostem navrhuje autor vhodnější úpravu *de lege ferenda*. Zvolena je primárně teleologická a komparativní výkladová metoda. Autor se nevyhýbá ani metodě gramatické a systematické, která je však použita pouze podpůrně či doplňkově.

Autor vychází z dostupné tuzemské i zahraniční literatury. Kriticky hodnotí vzájemně si odporující závěry tuzemské komentářové literatury. Z důvodu nedostatku specializované literatury je podpůrně využita bohatá literatura zabývající se institutem *Squeeze-out*. Z této literatury jsou pak čerpány použitelné závěry pro případ institutu *Sell-out*. V neposlední řadě je reflektována dostupná judikatura. Tato judikatura se opět z větší části týká procesu *Squeeze-out*, kdy autor hodnotí její využitelnost pro případ procesu *Sell-out*.

1. Vymezení pojmu Sell-out

Pojem *Sell-out* je anglicismus odbornou obcí užívám pro institut tzv. práva odkupu,¹ který v České republice nově zavedl zákon o obchodních korporacích ve svém § 395, a to s účinností k 1. 1. 2014.² Institut *Sell-out* byl do českého právního řádu zaveden v reakci na tzv. Třináctou směrnici. Článek 16 této směrnice zavazuje členské státy aby zajistily, že po nabídce učiněné všem držitelům cenných papírů cílové společnosti na všechny jejich cenné papíry, bude moci držitel zbývajících cenných papírů požadovat, aby od něj předkladatel nabídky jeho cenné papíry odkoupil za spravedlivou cenu. Jak vidno, Evropský parlament a Rada zamýšlela zavázat státy k implementaci tzv. následného *sell-out*.³ Český zákonodárce však v tomto ohledu šel dále a do českého právního řádu zavedl obecný, univerzální *Sell-out*.

Obsahem tohoto institutu je tedy právo vlastníka účastnických cenných papírů akciové společnosti,⁴ žádat za určitých podmínek hlavního akcionáře,⁵ aby od něj tyto účastnické cenné papíry odkoupil.⁶ Umožňuje tak vlastníku účastnických cenných papírů, aby v případě pro něj značně nevýhodného rozložení podílů na základním kapitálu a/nebo na hlasovacích právech tuto společnost opustil, neboli využil tzv. práva na *fair exit*.⁷ Již ze samotné dikce ustanovení vyplývá,

¹ V této práci bude užíván zmíněný anglicismus, neboť v českém jazyce nezaměnitelný ekvivalent nenalezneme. Pojem “právo odkupu” je snadno zaměnitelný s pojmem “právo na odkup” podle § 89 a násl. ZOK či pojmem “povinný odkup” podle § 145 respektive § 308 PřemZ. K souvisejícím institutům blíže v následující kapitole. Oficiální překlad zákona o obchodních korporacích vydaný Expertní skupinou Komise pro aplikaci nové civilní legislativy (KANCL) při Ministerstvu spravedlnosti České republiky pracuje s termínem “right to sell”. Tento termín však také jednoznačně nevystihuje obsah pojmu *Sell-out*. Srov. EXPERTNÍ SKUPINA KOMISE PRO APLIKACI NOVE CIVILNÍ LEGISLATIVY PŘI MINISTERSTVU SPRAVEDLNOSTI ČESKÉ REPUBLIKY. 90/2012 Coll. ACT of 25 January 2012 on Commercial Companies and Cooperatives (Business Corporations Act) [online]. justice.cz, 2015 [cit. 5. 1. 2017]. Dostupné na <<http://obcanskyzakonik.justice.cz/images/pdf/Business-Corporations-Act.pdf>>.

² Úplné znění § 395 ZOK: “Vlastníci účastnických cenných papírů, vůči kterým může hlavní akcionář uplatnit postup podle § 375, mohou požadovat, aby jejich účastnické cenné papíry hlavní akcionář odkoupil postupem podle ustanovení tohoto zákona o povinném veřejném návrhu smlouvy.”

³ Tedy *sell-out*, který bezpodmínečně navazuje na předchozí nabídku převzetí. Bez této nabídky pak není vlastník účastnických cenných papírů oprávněn práva *sell-out* využít. Blíže k pojmu následného *sell-out* např. ŠPAČKOVÁ, Michala. Právo *sell-out* z pohledu teorie a praxe. *Casopis pro právní vědu a praxi*, 2017, roč. 25, č. 1, s. 42.

⁴ Osoba jinak označovaná jako “stakeholder” nebo “zainteresovaná osoba”. Srov. SYNEK, Miloslav. *Podniková ekonomika*. 5. přepracované a doplněné vydání. Praha: C. H. Beck, 2010, s. 63.

⁵ “Hlavní akcionář” je pojem zákonem o obchodních korporacích přímo nedefinovaný avšak tímto zákonem používaný (např. § 376, 378, 379 etc. ZOK). Z dikce právní úpravy institutů *Squeeze-out* a *Sell-out* plyne, že jde o legislativní zkratku pro akcionáře nacházející se v situaci, kdy jako takový může přistoupit k vytěsnění zbývajících vlastníků účastnických cenných papírů podle § 375 a násl. ZOK.

⁶ Přestože je hlavní akcionář z povahy věci rovněž i vlastník účastnických cenných papírů, bude v této práci pro zjednodušení a lepší přehlednost užíván, v případě procesu *Sell-out*, termín “hlavní akcionář” pro osobu povinnou a termín “vlastník účastnických cenných papírů” pro osobu oprávněnou, neboli právem *Sell-out* nadanou. V případě procesu *Squeeze-out* by tomu pak bylo naopak.

⁷ ŠUK, Petr in ŠTENGLOVÁ, Ivana a kol. *Zákon o obchodních korporacích. Komentář*. Praha: C. H. Beck, 2013, s. 599

že se jedná o zrcadlovou obdobu institutu *Squeeze-out*, neboli nuceného přechodu účastnických cenných papírů.⁸

V případě institutu *Squeeze-out* se jedná o obrácenou situaci, kdy hlavní akcionář může, za určitých podmínek, po společnosti resp. jejím představenstvu žádat rozhodnutí o přechodu všech účastnických cenných papírů na svou osobu. Jinak řečeno, může všechny ostatní vlastníky účastnických cenných papírů ze společnosti vytěsnit. Institut *Squeeze-out* je z pohledu ústavněprávního nesporně minimálně problematický, byť Ústavním soudem “posvěcený”,⁹ neboť při něm dochází k výraznému zásahu do vlastnického práva.¹⁰

I proto tak bývá *Sell-out* chápán jako protipól k institutu *Squeeze-out*.¹¹ Institut, který jaksí vyrovnává právo hlavního akcionáře přistoupit ke *Squeeze-out*.¹² Institut *Sell-out* by tedy měl nastolit právní rovnováhu mezi hlavním akcionářem a ostatními vlastníky účastnických cenných papírů, kdy jim v objektivně stejné situaci přiznává obdobná práva. V případě procesu *Squeeze-out* má totiž hlavní akcionář na vytěsnění ostatních vlastníků účastnických cenných papírů právo, nikoli povinnost. Tato skutečnost by pak mohla vést k tomu, že v případě pasivity hlavního akcionáře v tomto směru by ostatní vlastníci účastnických cenných papírů zůstali ve společnosti de facto uzamčeni.¹³

Motivace vlastníků účastnických cenných papírů opustit společnost se může případ od případu různit. Důvody budou primárně ekonomického rázu, kdy nastalou situací se hodnota jejich účastnických cenných papírů, neboli jejich likvidita značně snižuje¹⁴ a zhoršuje či znemožňuje se i jejich převoditelnost na regulovaném trhu.¹⁵ *Sell-out* je pak právním nástrojem v rukách vlastníka účastnických cenných papírů sloužící k ochraně jeho investice.¹⁶ Dalším

⁸ POKORNÁ, J. a kol. *Obchodní společnosti a družstva*. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2014, s. 284

⁹ Nález Ústavního soudu ze dne 27. března 2008, sp. zn. PL. US 56/05

¹⁰ Ústavně garantovaného základního práva. Srov. čl. 11 Listiny nebo Článek 1 Dodatkového protokolu k Úmluvě.

¹¹ ŠUK, Petr in ŠTENGLOVÁ: *Zákon...*, s. 599. V zahraniční literatuře bývá dokonce pro institut *Sell-out* užíván termín *reverse squeeze-out*. Srov. CALKOEN, Willem, J. L. a kol. *Securities World: Jurisdictional Comparisons, European Lawyer reference*. 3. rd., London: Sweet & Maxwell, 2011, s. 52.

¹² POKORNÁ, Jarmila in BĚLOHLÁVEK, Alexander J. a kol. *Komentář ke zákonu o obchodních korporacích*. Plzeň: Aleš Čeněk, 2013, s. 1656

¹³ Situace odbornou obcí označována jako *freeze-out*. K tématu blíže např. ZIMA, Petr. *Freeze-out. Právní rozhledy*, 2012, roč. 20. s. 710. V zahraniční literatuře se pak lze setkat s pojmem *lock-in*. Srov. *The European Model Company Act (EMCA) Draft 2015* [online]. 2015 [cit. 8. 5. 2017] s. 35. Dostupné na: <<http://www.commerciallaw.com.ua/attachments/article/96/Final%20Draft%20EMCA%20Code.pdf>>

¹⁴ ŠUK, Petr in ŠTENGLOVÁ: *Zákon...*, s. 599

¹⁵ POKORNÁ, Jarmila in BĚLOHLÁVEK: *Komentář...*, s. 1656

¹⁶ DOLEŽIL, Tomáš, LASÁK, Jan in LASÁK: *Zákon...*, s. 1742

důvodem přistoupení k *Sell-out* může být fakt, že v dané situaci se z vlastníka účastnických cenných papírů *de facto* stává pouhý investor “bez jakékoliv reálné možnosti podílet se na řízení a rozhodování akciové společnosti”,¹⁷ což mohl, ale nemusel být jeho záměr. Závěrem nutno dodat, že vlastník účastnických cenných papírů svůj požadavek na odkup účastnických cenných papírů nemusí nijak zdůvodňovat nemusí a že právo *Sell-out* může využít i za situace, kdy žádné riziko z účasti ve společnosti reálně nehrozí.¹⁸

Zákon o obchodních korporacích konstruuje institut *Sell-out* jako “univerzální právo odkupu”.¹⁹ Za splnění obecných podmínek²⁰ lze tedy k *Sell-out* přistoupit bez ohledu na to o jaký druh akciové společnosti jde,²¹ zda jde o společnost kótovanou či nekótovanou, jaký má systém vnitřní struktury²² nebo jaké vydává akcie.²³ Lhostejno je také zda vlastník účastnických cenných papírů stojí proti hlavnímu akcionáři samostatně, tj. kdy ve společnosti existují celkem dva subjekty, či zda je vlastníků účastnických cenných papírů disponujících právem *Sell-out* více.

¹⁷ ŠUK, Petr in ŠTENGLOVÁ: *Zákon...*, s. 599

¹⁸ *The European Model Company Act (EMCA) Draft 2015* [online]. 2015 [cit. 8. 5. 2017] s. 279. Dostupné na: <<http://www.commerciallaw.com.ua/attachments/article/96/Final%20Draft%20EMCA%20Code.pdf>>

¹⁹ DOLEŽIL, Tomáš, LASÁK, Jan in Srov. LASÁK, J. *Zákon o obchodních korporacích. Komentář*. II. díl. Praha: Wolters Kluwer, a.s., 2014, s. 1742.

²⁰ Stanovených v § 375 ZOK a kterým se budu blíže věnovat níže.

²¹ Může tedy jít o klasickou akciovou společnost, *Societas Europaea*, bankovní akciovou společností licencovanou v souladu se zákonem o bankách, pojišťovnu licencovanou v souladu se zákonem o pojišťovnictví a další.

²² Dualistický či monistický.

²³ Např. zda se jedná o ztělesněné či neztělesněné akcie, kusové akcie či akcie se jmenovitou hodnotou, akcie na majitele či akcie na jméno, kmenové akcie či prioritní akcie a jiné nepojmenované zvláštní druhy akcií.

2. Související instituty

Obsahem této práce je rozbor institutu *Sell-out* podle § 395 ZOK. Tento institut však úzce souvisí s dalšími instituty a to primárně z teleologického hlediska, kdy jsou tyto instituty buď považovány jako protiváha institutů jiných²⁴ nebo kdy je smysl daného institutu podobný.²⁵ Popis souvisejících institutů je předmětem následujícího výkladu.

2.1. Squeeze-out

Nejdůležitějším ze souvisejících institutů je právo *Squeeze-out*,²⁶ neboť, jak již bylo popsáno výše, od něj právo *Sell-out* odvozujeme a vůči němu jej vymezujeme. Právem *Squeeze-out* označuje možnost akcionáře, vlastníčího akcie jejichž souhrnná jmenovitá hodnota činí alespoň 90 % základního kapitálu společnosti, na nějž byly vydány akcie s hlasovacími právy a s nimiž je spojen alespoň 90% podíl na hlasovacích právech ve společnosti, přistoupit k tzv. vytěsnění všech ostatních vlastníků účastnických cenných papírů. Naproti tomu každý z ostatních vlastníků účastnických cenných papírů pak může ze svého iniciativy požadovat odkup jeho účastnických cenných papírů po hlavním akcionáři, neboli využít práva *Sell-out*. Stejně jako institut *Sell-out*²⁷ je institut *Squeeze-out* konstruován jako univerzální právo vytěsnění.²⁸

Institut *Squeeze-out* je českému právnímu řádu znám podstatně delší dobu než institut *Sell-out*. Na rozdíl od institutu *Sell-out* zavedeného do českého právního řádu s účinností zákona o obchodních korporacích, byl institut *Squeeze-out* zaveden již v roce 2005. Od samého počátku byl tento institut předmět sporů o jeho ústavnosti až byl konečně posvěcen Ústavním soudem jako ústavně konformní.²⁹ Právě zavedením protivážného institutu *Sell-out* chtěl zákonodárce, mimo jiné, dále legitimovat existenci ústavně nadále minimálně problematického institutu *Squeeze-out*.

Na rozdíl od institutu *Sell-out*, je institut *Squeeze-out* od jeho zavedení využíván poměrně hojně. Na internetu lze nalézt přehlednou evidenci vytěsnění akcionářů, kde je jich od roku 2005 evidováno 856.³⁰ S ohledem na průběh procesu *Sell-out* není žádná jejich evidence potřebná a

²⁴ Např. tzv. *Squeeze-out*.

²⁵ Např. právo na odkup podle § 89 a násl. ZOK či nabídka převzetí podle zákona o nabídkách převzetí.

²⁶ Označován také jako právo výkupu účastnických cenných papírů nebo pravý *Squeeze-out*.

²⁷ Srov. předchozí kapitolu a poznámku č. 19.

²⁸ DĚDIČ, Jan a kol. *Akcionové společnosti*. 7. přepracované vydání. Praha: C. H. Beck, 2012. s. 307

²⁹ Nález Ústavního soudu ze dne 27. března 2008, sp. zn. PL. US 56/05

³⁰ GARNAC, Martin. *Evidenci vytěsnění akcionářů* [online]. IN-SERVER.CZ, 2017 [cit. 20. 6. 2017]. Dostupné na <<https://www.in-server.cz/vytesneni-akcionaru/>>

tudíž ani žádní taková neexistuje.³¹ Z povahy věci však bude institut *Sell-out* využíván zřídka a bude nastupovat až jako druhý v pořadí.³²

Proces *Squeeze-out* v rámci zákona o obchodních korporacích není komplexně popsán v žádné dostupné publikaci, kromě výše citované komentářové literatury. K tématu a k jednotlivým výkladovým a ústavněprávními problémům však lze nalézt mnoho příspěvků v odborných časopisech. Doporučit lze zejména příspěvky docenta Havla a doktorů Uzsáka a Zimy.³³

2.2. Nepravý squeeze-out

Nepravým *squeeze-out*³⁴ nazýváme situaci, kdy valná hromada společnosti rozhodne o zrušení této společnosti a převodu jejího jmění na majoritního akcionáře.³⁵ Stejně jako v případě pravého *Squeeze-out* i zde musí majoritní akcionář disponovat akciemi, jejichž souhrn jmenovitých hodnot přesahuje 90 % základního kapitálu, jestliže je s těmito akciemi spojen i 90% podíl na hlasovacích právech v zanikající společnosti.³⁶ Rozdíl oproti pravému *Squeeze-out* tedy spočívá hlavně v zániku společnosti samotné po realizaci nepravého *squeeze-out* a v přechodu veškerého majetku na majoritního akcionáře. Skutečnost, že spolu s majetkem společnosti přechází na majoritního akcionáře i její závazky může být hlavní nevýhodou tohoto institutu. Příliš velký smysl tento institut nedává ani v situaci, kdy majoritní akcionář hodlá pokračovat v jeho podnikání a hlavní část hodnoty společnosti spočívá v nehmotných aktivech, tzv. *goodwill*.^{37, 38}

³¹ Ne tak v případě procesu *Squeeze-out*, kdy se vytěšňovaný vlastník účastnických cenných papírů o svém vytěšnění nemusí včas dozvědět a může tak přijít o svůj nárok na vyplacení.

³² VANDERELST, Christoph, VANDENSTEEN, Lientje. Opportunities in the M&A aftermarket: squeezing out and selling out. *Universiteit Gent Financial Law Institute Working Paper* [online]. 2006, No. 12, s. 5 [cit. 4. 2. 2017]. Dostupné na: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=933609>

³³ Např. HAVEL, Bohumil. Squeeze-out. Protiústavní nebo legitimní nástroj změny vlastnické struktury akciové společnosti? *Právní rozhledy*, 2004, č. 21, s. 773; HAVEL, Bohumil, DOLEŽIL, Tomáš. A zase ten squeeze-out. Úvahy nad interpretací § 183i a násl. ObchZ. *Právní rozhledy*, 2005, č. 17, s. 633; UZSÁK, Martin. Co se o squeeze-out(u) nepíše. *Bulletin advokacie*, 2007, č. 3, s. 15; UZSÁK, Martin. Co se o squeeze-out(u) nepíše (2. část). *Bulletin advokacie*, 2007, č. 4, s. 30; ZIMA, Petr. Squeeze-out a Spruchverfahren. *Právní rozhledy*, 2005, č. 1, s. 27; ZIMA, Petr. Právo výkupu po x-té a nikoliv naposledy. *Právní rozhledy*, 2006, č. 19, s. 705; ZIMA, Petr. Oceňování při squeeze-out. *Právní rozhledy*, 2011, č. 8, s. 267 a další.

³⁴ Blíže k tématu např. KUHN, Petr a kol. *Zákon o přeměnách obchodních společností a družstev. Komentář*. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2010, 1202 s.; nebo Vláda: Důvodová zpráva k zákonu č. 125/2008 Sb. o přeměnách obchodních společností a družstev, č. 125/2008 Dz.

³⁵ HERDOVÁ Eva, ZRZAVECKÝ, Jan. *Squeeze-out pravý nebo nepravý* [online]. epravo.cz, 1. 4. 2011 [cit. 3. 1. 2017]. Dostupné na <<https://www.epravo.cz/top/clanky/squeeze-out-pravy-nebo-nepravy-72530.html>>.

³⁶ § 354 PremZ

³⁷ Pojem “*goodwill*” definuje Kalouda jako “*souhrn nehmotných a individuálně neidentifikovatelných aktiv*”. KALOUDA, František. *Finanční řízení podniku*. 2. rozšířené vydání. Plzeň: Aleš Čeněk, 2011. s. 252.

³⁸ Byť občanský zákoník umožňuje obchodní firmu a hlavní akcionář má tak možnost do jisté míry přechod majetku společnosti na jeho osobu před veřejností ukrýt a s dobrého jméno společnosti těžit dál. Srov. § 427 OZ.

2.3. Právo na odkup

Právo na odkup fakticky tvoří funkční obdobu institutu *Sell-out*.³⁹ Právo na odkup stejně jako institut *Sell-out* upravuje zákon o obchodních korporacích.⁴⁰ Na rozdíl od institutu *Sell-out*, kdy k jeho využití stačí naplnění ryze formálních podmínek spočívajících v existenci hlavního akcionáře ve společnosti, v případě práva na odkup zákon vychází z naplnění dvou materiálních podmínek, kterými jsou:

- a) vliv, v jehož důsledku dojde podstatnému zhoršení postavení společníka nebo k jinému poškození jeho oprávněných zájmů; a
- b) nemožnost po společníkovi z toho důvodu požadovat, aby v této společnosti setrval.

Termín ovládající respektive ovládaná osoba rovněž definuje zákon o obchodních korporacích.⁴¹ Další z rozdílů oproti institutu *Sell-out* spočívá ve skutečnosti, že právo na odkup je za splnění nadepsaných podmínek využitelné pro všechny obchodní korporace, nikoliv tedy pouze v rámci akciové společnosti.⁴²

2.4. Nabídka převzetí

Nabídku převzetí⁴³ upravuje zákon o nabídkách převzetí a definuje ji jako: *“Nabídkou převzetí je veřejný návrh smlouvy na koupi nebo směnu účastnických cenných papírů, kterým navrhovatel projevuje vůli nabýt účastnické cenné papíry v rozsahu, který umožňuje ovládnutí cílové společnosti, nebo kterým plní povinnost podle tohoto zákona.”*⁴⁴ Nabídku převzetí pak lze rozlišovat na povinnou nabídku převzetí a dobrovolnou nabídku převzetí. Zatímco dobrovolnou nabídku převzetí může navrhovatel učinit *de facto* kdykoliv, k povinné nabídce je povinen na základě naplnění zákonných předpokladů. Zákon o nabídkách převzetí ukládá povinnost tomu, *“kdo získá rozhodný podíl na hlasovacích právech v cílové společnosti, učinit do 30 dnů ode dne, který následuje po dni získání nebo překročení tohoto podílu, nabídku převzetí všem vlastníkům účastnických cenných papírů cílové společnosti přijatých k obchodování na evropském*

³⁹ HAVEL, Bohumil in ŠTENGLOVÁ: *Zákon...*, s. 205

⁴⁰ § 89 a násl. ZOK

⁴¹ § 74 a násl. ZOK

⁴² Což dovodíme formálně-systematickým výkladem ze skutečnosti, že zákonodárce řadí právo na odkup do obecné části, respektive části I., hlavy I., zákona o obchodních korporacích. K výkladovým metodám více MELZER, Filip. *Metodologie nalézáni práva*. 2. vydání. Praha: C. H. Beck, 2011. 296 s.

⁴³ Blíže k tématu např. HAVEL, Bohumil, PIHERA, Vlastimil. *Zákon o nabídkách převzetí*. 1. vydání, Praha: C. H. Beck, 2009, 271 s.; nebo Vláda: Důvodová zpráva k zákonu č. 104/2008 Sb. o nabídkách převzetí a o změně některých dalších zákonů (zákon o nabídkách převzetí), č. 104/2008 Dz.

⁴⁴ § 2 odst. 1 ZoNP

regulovaném trhu.”⁴⁵ Povinná nabídka převzetí se tak oproti institutu *Sell-out* týká pouze kótovaných společností. Rozhodný podíl na hlasovacích právech pak zákon definuje jako podíl představující alespoň 30 % všech hlasů spojených s účastnickými cennými papíry vydanými cílovou společností.⁴⁶

⁴⁵ § 35 odst. 1 ZoNP

⁴⁶ § 2 odst. 6 ZoNP

3. Podmínky přípustnosti procesu Sell-out

Předmětem následující kapitoly je vymezení samotných podmínek přípustnosti procesu *Sell-out*. Tyto podmínky jsou dvě. První z nich spočívá v existenci akcionáře, nadaného právem *Squeeze-out*. K využití práva *Sell-out* pak může přistoupit výhradně vlastník účastnických cenných papírů. Druhou podmínkou tak bude právě vlastnictví účastnických cenných papírů jejichž odkup je požadován.

3.1. Existence akcionáře nadaného právem Squeeze-out

Jak již bylo uvedeno výše, institut *Sell-out* je chápán jako zrcadlová obdoba institutu *Squeeze-out*. Tento přístup lze pozorovat i v zákoně o obchodních korporacích, když ten přímo v dikci svého § 395 co do podmínek přípustnosti procesu *Sell-out* stanoví, že *“Vlastníci účastnických cenných papírů, vůči kterým může hlavní akcionář uplatnit postup podle § 375, mohou požadovat, aby jejich účastnické cenné papíry hlavní akcionář odkoupil ...”*. Zákon o obchodních korporacích tak stanovuje stejné podmínky přípustnosti realizace jak procesu *Sell-out* tak procesu *Squeeze-out*, jež je upraven v § 375 a násl. ZOK.

Pro přípustnost realizace procesu *Sell-out* je tedy zapotřebí, aby se jeden z akcionářů dané společnosti nacházel v postavení, kdy může přistoupit k vytěsnění ostatních vlastníků účastnických cenných papírů.⁴⁷ V takovém případě pak mohou ostatní vlastníci účastnických cenných papírů hlavního akcionáře předejít a přistoupit k realizaci procesu *Sell-out* na základě vlastní iniciativy. Dle dikce ustanovení § 375 ZOK musí hlavní akcionář, aby mohl přistoupit k vytěsnění ostatních vlastníků účastnických cenných papírů, vlastnit ve společnosti akcie:

- a) jejichž souhrnná jmenovitá hodnota činí alespoň 90 % základního kapitálu společnosti, na něž byly vydány akcie s hlasovacími právy, a
- b) s nimiž je spojen alespoň 90 % podíl na hlasovacích právech ve společnosti.

Obě tyto podmínky musejí být splněny kumulativně,⁴⁸ jakkoliv splnění jedné z nich za současného nesplnění druhé bude spíše výjimečné. Jak již bylo popsáno výše, akcionáře, který naplní výše uvedené podmínky zákon o obchodních korporacích označuje jako hlavního akcionáře.⁴⁹

⁴⁷ Neboli realizoval proces *Squeeze-out*.

⁴⁸ Vzhledem k použití spojky “a” mezi písmeny a) a b) § 375 ZOK můžeme k tomuto závěru dojít již strohým jazykových výkladem.

⁴⁹ § 376 odst. 1 věta druhá ZOK.

Hranice 90% podílu ve společnosti⁵⁰ se pro *Sell-out* jeví jako poměrně vysoko položená a bývá jako taková předmět diskusí.⁵¹ Také v zemích Evropské Unie se hranice různí. Příkladem lze uvést hranici 80 % v Irsku na straně jedné, či hranici 95 % v Belgii, Francii, Německu či Nizozemí na straně druhé.⁵² Obecně lze ale konstatovat, že v rámci Evropské unie se tato hranice pohybuje na úrovni 90 %.⁵³

Otázkou však zůstává, proč zákonodárce zvolil právě tuto, uměle konstruovanou hranici. Hovoříme-li o ekonomické odůvodněnosti práva *Sell-out*, tedy kdy se účast vlastníka účastnických cenných papírů ve společnosti omezí pouze na jakousi finanční investici bez reálné možnosti ovlivnit chod společnosti, pak k této situaci dochází zcela jistě i v případě, kdy majoritní akcionář vlastní mnohem nižší procento akcií. Jelikož akcionáři vykonávají své právo podílet se na řízení společnosti skrz valnou hromadu,⁵⁴ a ta obecně rozhoduje prostou většinou hlasů přítomných akcionářů,⁵⁵ tak k této situaci může dojít i v případě, kdy majoritní akcionář vlastní akcie představující podíl na hlasovacích právech rovnající se polovině plus jeden hlas. Ostatní vlastníci účastnických cenných papírů pak již nemají šanci ovlivnit chod společnosti i při své plné účasti na valné hromadě. Reálně pak samozřejmě může k faktickému ovládnutí společnosti docházet a dochází i při ještě nižší účasti majoritního akcionáře ve společnosti.⁵⁶

Lze tak dle mého názoru učinit závěr, že co do faktické možnosti ovlivňovat chod společnosti se akcionář vlastnící např. 5 či 10 % akcií nachází v obdobném postavení jako akcionář s 15 či 20 % akcií atp. S hranicí 10 % se dle mého názoru nijak výrazně nemění postavení minoritního akcionáře. V rámci práva obchodních korporací známe zásadu rovného zacházení ze všemi akcionáři. Tato zásada však nelze chápat jako absolutní⁵⁷ a určité hranice, kdy se minoritnímu akcionáři práva a možnosti ovlivnit chod společnosti určitým způsobem rozšiřují či naopak zužují, v zákoně o obchodních korporacích nalézt lze.

⁵⁰ Pro zjednodušení opustím v této kapitole rozlišování mezi jmenovitou hodnotou akcií a s nimi spojená hlasovací práva. S podílem na základním kapitálu bude tedy spojen i stejný podíl na hlasovacích právech a bude souhrnně označen jako "podíl na společnosti".

⁵¹ Samozřejmě vzhledem k reálnému využívání obou institutů spíše v souvislosti s institutem *Squeeze-out* než *Sell-out*.

⁵² GOERGEN, Marc, MARTYNOVA Marina, RENNEBOOG, Luc: Corporate Governance Convergence. Evidence from Takeover Regulation, *Oxf Rev Econ Policy*, 2005, č. 33.

⁵³ KRAAKMAN, Reinier. *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*. 2. vydání. Oxford University Press, 2009, s. 264

⁵⁴ § 398 odst. 1 ZOK

⁵⁵ § 415 ZOK. Stanovy mohou samozřejmě stanovit většinu jinou a zároveň zákon vyžaduje pro určitá rozhodnutí tzv. většinu kvalifikovanou. K tomu blíže níže.

⁵⁶ DAVIES, Paul. L. The Notion of Equality in European Take-over Regulation [online]. *Working Paper Series*. 2002, s. 10 [cit. 4. 1. 2017]. Dostupné na <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=305979>

⁵⁷ ČERNÁ, Stanislava a kol. *Právo obchodních korporací*. Praha: Wolters Kluwer, 2015. s. 213.

Primárně tomu tak bude v případě tzv. kvalifikovaného akcionáře. Kvalifikovaným akcionářem rozumí zákon o obchodních korporacích akcionáře, který (samostatně nebo společně s dalším akcionářem) vlastní akcie, jejichž souhrnná jmenovitá hodnota nebo počet kusů dosáhne alespoň:

- a) 5% základního kapitálu v případě společnosti, jejíž základní kapitál je 100 000 000 Kč nebo méně,
- b) 3% základního kapitálu v případě společnosti, jejíž základní kapitál činí více než 100 000 000 Kč a méně než 500 000 000 Kč,
- c) 1% základního kapitálu v případě společnosti, jejíž základní kapitál činí 500 000 000 Kč a více.⁵⁸

Se statutem kvalifikovaného akcionáře pak souvisí specifická práva, která těmto akcionářům přiznává zákon o obchodních korporacích. Jmenovitě jde o (i) právo požádat představenstvo o svolání valné hromady k projednání jimi navržené záležitosti,⁵⁹ (ii) právo požádat představenstvo o zařazení určité záležitosti na pořad valné hromady,⁶⁰ (iii) právo požádat dozorčí radu, aby přezkoumala výkon působnosti představenstva v určité záležitosti,⁶¹ a (iv) právo podat tzv. akcionářskou žalobu, tedy domáhat se za společnost náhrady újmy respektive splnění povinnosti povinnosti plynoucí z dohody o vypořádání způsobené újmy proti členu představenstva nebo dozorčí rady nebo proti vlivné osobě a právo domáhat se za společnost splacení emisního kursu proti akcionáři, který je v prodlení s jeho splacením.⁶²

Nabízí se tedy polemika nad tím, zda nespojit právo *Sell-out* právě s touto hranicí, kdy akcionář⁶³ přichází i o poslední legální prostředky jak ovlivnit chod společnosti.⁶⁴ Akcionáři samozřejmě vždy zůstává zachováno právo podílet se na zisku či případně na likvidačním zůstatku, a dále právo účastnit se valné hromady a hlasovat na ní. Vzhledem k zanedbatelnému procentu akcií však nic z toho, na rozdíl od nadepsaných práv, chod společnosti nemůže ovlivnit. Tuto hranici, kdy by pro vytěsnění ostatních vlastníků účastnických cenných papírů hlavní

⁵⁸ § 365 ZOK

⁵⁹ § 366 - 368 ZOK

⁶⁰ § 369 ZOK

⁶¹ § 370 ZOK

⁶² § 371 - 374 ZOK

⁶³ Typicky půjde o vlastníky pár kusů akcií kótované společnosti, zakoupených na burze cenných papírů.

⁶⁴ "Uvedené riziko [zneužití postavení ze strany hlavního akcionáře] narůstá zejména v situacích, kdy velikost podílu majoritního akcionáře [hlavního akcionáře] dosáhne takové výše, že minoritní akcionáři [vlastníci účastnických cenných papírů] již nedosahují potřebné kvalifikované většiny." ŠPAČKOVÁ, Michala. Právo sell-out z pohledu teorie a praxe. *Časopis pro právní vědu a praxi*, 2017, roč. 25, č. 1, s. 45.

akcionář musel vlastnit nejméně 95 % resp. 97 % resp. 99 % lze v této polemice považovat za nejzazší.

Na druhé straně by pak mohla stát hranice dvoutřetinové většiny. Právě tuto kvalifikovanou většinu vyžaduje zákon o obchodních korporacích ve svém § 416 k rozhodnutí o některých, řekněme nejdůležitějších záležitostech společnosti. Jmenovitě jde o:

- a) schválení převodu nebo zastavení závodu či jeho části,
- b) usnesení o změně stanov,
- c) usnesení, v jejichž důsledku se mění stanovy,
- d) usnesení o pověření představenstva zvýšit základní kapitál,
- e) usnesení o možnosti započtení peněžité pohledávky vůči společnosti proti pohledávce na splacení emisního kursu,
- f) usnesení o vydání vyměnitelných nebo prioritních dluhopisů,
- g) usnesení o zrušení společnosti s likvidací,
- h) usnesení o rozdělení likvidačního zůstatku,

a další záležitosti v § 416 ZOK nevypočtené.⁶⁵

Vlastní-li tak akcionář alespoň o jeden hlas více, než je jedna třetina všech hlasů ve společnosti, má pak možnost zablokovat na valné hromadě některá z nejdůležitějších rozhodnutí společnosti jako je změna stanov, zvýšení základního kapitálu či zrušení společnosti s likvidací. Naopak nedisponuje-li akcionář potřebným počtem akcií, přichází i o zbývající, stále poměrně zásadní vliv ve společnosti a zůstávají mu zachována už jen práva kvalifikovaného akcionáře. To samozřejmě pouze za předpokladu, že proti akcionáři či akcionářům stojí jeden, majoritní akcionář. Za jiných okolností by totiž mohl mít, a často i má, ve společnosti rozhodující vliv i akcionář s menší účastí.

Vyjádřeno v procentech by se jednalo o hranici 66,66 %. Dle mého názoru je tato hranice⁶⁶ pro minoritního akcionáře ještě zásadnější a nabízí se tak otázka, proč zákonodárce hranici pro přípustnost *Sell-out* respektive i *Squeeze-out* nesvázal právě s hranicí touto.

Byť tedy v zákoně o obchodních korporacích nalezneme určité již existující hranice, kdy akcionáři nabývají určitá kvalifikovaná práva ve společnosti nebo o ně naopak přicházejí, ani jedna z těchto hranic, o kterých bylo pojednáno výše, není, dle mého názoru, vhodná pro spojení s přípustností procesu *Sell-out*. Prvně zmíněná hranice 95 resp. 97 resp. 99 % by vlastníku účastnických cenných papírů příliš zúžila přístupnost procesu *Sell-out*, což by, se shodnou

⁶⁵ ŠUK, Petr in ŠTENGLOVÁ, Ivana a kol. *Zákon...*, s. 645

⁶⁶ Z pohledu minoritního akcionáře jde o hranici 33,33 %

argumentací jako byla užita při zavedení institutu *Sell-out*, zjevně vhodné nebylo. Naopak dvoutřetinová hranice se jeví jako příliš zvýhodňující minoritní vlastníky účastníky cenných papírů a neúnosně zatěžující hlavního akcionáře, kdy ten by v (pro něj) nejhorším případě musel v určitou chvíli sehnat prostředky na odkoupení celé třetiny účastnických cenných papírů. Zákodárce tak dle mého názoru správně zvolil hranici někde mezi těmito hranicemi, a to na úrovni 90% podílu na základním kapitálu a hlasovacích právech.

3.2. Vlastnictví účastnických cenných papírů

Druhou z podmínek přípustnosti procesu *Sell-out* je vlastnictví účastnickým cenných papírů samotných. Je třeba zdůraznit, že zákon o obchodních korporacích v § 395 přiznává právo *Sell-out* „*vlastníkům účastnických cenných papírů*“. Je tak zřejmé, že zákonodárce měl v úmyslu umožnit *fair exit* i jiným účastníkům společnosti než minoritním akcionářům. Práve *Sell-out* tak není nadán pouze účastník vlastníci akcie společnosti, ale i vlastník zatímních listů, prioritních a vyměnitelných dluhopisů či opčních listů.⁶⁷ I vlastník těchto účastnických cenných papírů tak bude moci po hlavním akcionáři požadovat jejich odkup za obdobných podmínek jako by tak mohl učinit minoritní akcionář.

Na rozdíl od vlastníka účastnických cenných papírů, tedy osoby oprávněné z práva *Sell-out*, hlavní akcionář, tedy osoba z práva *Sell-out* povinná, musí bezpodmínečně vlastnit akcie, tedy nikoliv jiné účastnické cenné papíry bez dalšího. V tomto případě byl správně opuštěn problematický termín „*osoba, který vlastní účastnické cenné papíry*“, užitý v § 183i ObchZ, který způsoboval výkladové problémy v rámci procesu *Squeeze-out*.⁶⁸

Kvantita vlastněných účastnických cenných papírů je z hlediska přípustnosti procesu *Sell-out* irelevantní. Za splnění ostatních podmínek tedy bude moci odkup požadovat i vlastník byť i jednoho účastnického cenného papíru.

⁶⁷ Účastnické cenné papíry definuje § 245 ZOK jako „[...] cenné papíry vydané společností, se kterými je spojen podíl na základním kapitálu nebo hlasovacích právech v této společnosti, (akcie) a dále cenné papíry vydané společností, se kterými je spojeno právo takové cenné papíry získat.“

⁶⁸ K tématu blíže např. ČECH, Petr. K (četným) problémům právní úpravy výkupu účastnických cenných papírů (*squeeze-out*). *Právní rozhledy*, 2005, č. 18 s. 651, nebo POKORNÁ, Jarmila a kol. *Obchodní zákoník: komentář*. 1. vydání. Praha: Wolters Kluwer, 2009, s. 1079.

4. Realizace procesu Sell-out

Úprava procesu *Sell-out* v zákoně o obchodních korporacích je sama o sobě dosti kusá a obsahuje jediný paragraf. Tento paragraf pak co do přípustnosti procesu *Sell-out*, odkazuje na úpravu nuceného přechodu účastnických cenných papírů, konkrétně na § 375 ZOK. Toto ustanovení stanovuje, za jakých okolností může hlavní akcionář přistoupit k vytěsnění ostatních vlastníků účastnických cenných papírů. Konkrétní postup při realizaci procesu *Sell-out* pak zákon o obchodních korporacích také neupravuje a pouze odkazuje na postup podle ustanovení zákona o obchodních korporacích o povinném veřejném návrhu smlouvy.⁶⁹ Jelikož zákon o obchodních korporacích tedy neobsahuje samostatnou úpravu institutu *Sell-out*, může docházet k výkladovým nejasnostem. Postup při realizaci procesu *Sell-out* a konkrétní výkladové nejasnosti jsou blíže popsány v následující kapitole.

4.1. Žádost o učinění návrhu na odkup účastnických cenných papírů

Jak již bylo uvedeno v úvodu této kapitoly, postup při realizaci procesu *Sell-out* nemá vlastní úpravu a řídí se úpravou o povinném veřejném návrhu smlouvy v zákoně o obchodní korporacích. Tuto povinnost, odkoupit účastnické cenné papíry, neboli “povinnost odkupu” pak primárně zákon o obchodních korporacích ukládá emitentovi cenných papírů v následujících případech:⁷⁰

- a) vyřazení účastnických cenných papírů z obchodování na evropském regulovaném trhu,⁷¹
- b) změna druhu akcie,⁷²
- c) omezení převoditelnosti akcií,⁷³
- d) zpřísnění omezení převoditelnosti akcií.⁷⁴

V souvislosti s fúze a rozdělení obchodních společností pak několik dalších případů najdeme v zákoně o přeměnách obchodních společností a družstev.⁷⁵

⁶⁹ Jež je upraven v § 327 - 332 ZOK.

⁷⁰ NĚMEC, Libor in LASÁK: *Zákon...*, s. 1548

⁷¹ Tzv. *delisting* akcií, § 333 ZOK

⁷² § 335 ZOK

⁷³ § 355 ZOK

⁷⁴ Tamtéž

⁷⁵ § 49a a násl., § 145 a 308 PřemZ

Mezi tyto případy povinného odkupu účastnických cenných papírů konečně můžeme zařadit i proces *Sell-out*. Oproti úpravě povinného odkupu však s několika odlišnostmi. Předně půjde o otázku iniciativy procesu odkupu. Zákon o obchodních korporacích v případech povinného odkupu, tedy za splnění nadepsaných podmínek, stanoví přímo společnosti povinnost učinit veřejný návrh smlouvy. Naproti tomu v případě procesu *Sell-out* zákon o obchodních korporacích stanoví, že vlastníci účastnických cenných papírů mohou požadovat, aby jejich účastnické cenné papíry hlavní akcionář odkoupil. Zákon tak počítá s tím, že primární iniciativa ve vztahu k procesu *Sell-out* bude vycházet od vlastníka účastnických cenných papírů a ne naopak. S tím se pojí i menší terminologické zmatečnosti. Zákon o obchodních korporacích v úpravě povinného veřejného návrhu smlouvy mluví o “navrhovateli” jako o osobě povinné učinit veřejný návrh smlouvy. V případě procesu *Sell-out* však bude žádat čili navrhopvat odkup cenných papírů vlastník účastnických cenných papírů, čili osoba oprávněná. Podobnou a snad i závažnější terminologickou pak můžeme pozorovat v § 329 ZOK, upravující případ porušení navrhovateli povinnosti učinit veřejný návrh smlouvy. Navrhovatel, který nenavrhone uzavření smlouvy žádným navrhovatelem není a zákonodárcem zvolený termín je pak v těchto případech nevhodný. Dr. Němec užívá v tomto případě termín “povinná osoba”.⁷⁶ Pro větší přehlednost bude v následujícím výkladu užíván tento termín.

4.1.1. Osoba k návrhu povinná

Další z odlišností je právě v osobě povinné. Zatímco v případě povinného odkupu účastnických cenných papírů tyto cenné papíry odkupuje samotná společnost,⁷⁷ v případě procesu *Sell-out* účastnické cenné papíry odkupuje sám hlavní akcionář. Povinnost odkoupit účastnické cenné papíry za splnění podmínek procesu *Sell-out* tak zákon neukládá emitentovi těchto účastnických cenných papírů nýbrž samotnému jejich vlastníku. Žádost o učinění veřejného návrhu smlouvy tak směřuje přímo vůči samotnému hlavnímu akcionáři, nikoliv vůči společnosti samotné.⁷⁸

4.1.2. Náležitosti žádosti o učinění návrhu na odkup účastnických cenných papírů

Jelikož úprava procesu *Sell-out* odkazuje na úpravu povinného veřejného návrhu smlouvy, a ta s žádnou iniciativou ze strany oprávněného nepočítá,⁷⁹ není příliš jasno v tom, jaké má mít žádost vlastníka účastnických cenných papírů náležitosti. Respektive zákon o obchodních korporacích žádné takové zvláštní náležitosti nestanovuje. Lze tedy konstatovat, že pro platnost

⁷⁶ NĚMEC, Libor in LASÁK: *Zákon...*, s. 1550

⁷⁷ V rámci které si pak akcie rozdělí její akcionáři.

⁷⁸ Srov. NĚMEC, Libor in LASÁK: *Zákon...*, s. 1547

⁷⁹ Neboť povinná osoba musí přistoupit k veřejnému návrhu smlouvy bez dalšího.

žádosti postačí obecné náležitosti právního jednání podle občanského zákoníku⁸⁰ jako *lex generalis* k zákonu o obchodních korporacích. Konkrétně tak může postačit i prostá ústní forma žádosti učiněné vůči hlavnímu akcionáři. Vzhledem k relativně dlouhé lhůtě, ve které musí hlavní akcionář učinit veřejný návrh smlouvy,⁸¹ lze však doporučit formu písemnou, ať už elektronickou či listinné podobě. V případě, že by po ústní žádosti o učinění veřejného návrhu smlouvy hlavní akcionář nevyvíjel v tomto směru žádnou aktivitu, nebude prakticky možné určit datum doručení žádosti a ani prokázat doručení samotné.

Je pravdou, že jediným rizikem pro vlastníka účastnických cenných papírů je v tomto případě protáhnutí celého procesu a k napravení postačí, když vlastník účastnických cenných papírů tentokrát učiní žádost ve “vyšší formě”. Přesto však toto prodlení s sebou může nést určité nepříznivé důsledky. Příkladem si lze představit snahu hlavního akcionáře o zmaření procesu, např. odprodejem části svých akcií spřízněné osobě, či snaha o snížení hodnoty odkupovaných účastnických cenných papírů. V případě od počátku nepřátelském prostředí ve společnosti lze jen doporučit i kvalifikovanou písemnou formu s úředně ověřeným podpisem a doručení tzv. “s dodejkou”.

Vše nadepsané, krom obecných náležitostí právního jednání podle občanského zákoníku, však bude mít vliv pouze na případné dokazování v rámci sporu (ať už soudního či arbitrálního) a na platnost žádosti o učinění návrhu na odkup účastnických cenných papírů samotného to mít vliv nebude. V případě vlastníků účastnických cenných papírů – právnických osob, je třeba brát zřetel na specifika jednání za právnickou osobu.⁸² Stanovy společnosti pak samozřejmě mohou upravit způsobit podávání žádosti jinak a stanovit také žádosti konkrétní formu. Tato úprava však nesmí vlastníka účastnických cenných papírů, nepřiměřenými požadavky na formu či způsob doručování, z jeho práva fakticky vyloučit.⁸³ V takovém případě by se použila zákonná úprava.

⁸⁰ Mezi tyto náležitosti řadíme – 1) pojmové znaky právního jednání: a) projev vůle, b) zaměření projevu vůle, c) aprobace právním řádem; 2) náležitosti nezbytné pro vznik (existenci právního jednání): a) existence vůle, b) náležitosti vůle (vážnost), c) náležitosti projevu vůle (srozumitelnost, určitost); 3) náležitosti nezbytné pro platnost právního jednání: a) náležitosti subjektu (způsobilost a schopnost právně jednat), b) náležitosti projevu (forma), c) náležitosti vůle (svoboda a absence omylu), d) náležitosti předmětu (dovolenost, možnost). MELZER, Filip in MEZLER, F., TĚGL, P. a kol. *Občanský zákoník – velký komentář. Svazek III. § 419-654*. Praha : Leges, 2014, s. 558-574.

⁸¹ K tomu blíže v následující kapitole.

⁸² § 161 a násl. OZ a speciální ustanovení k jednotlivým formám obchodních společností a družstev upravených v ZOK.

⁸³ Existence samotného institutu *Sell-out* je samozřejmě kogentní povahy a institut jako takový smluvně vyloučit nelze. K tématu blíže např. ŠPAČKOVÁ, Michala. Smluvní možnosti limitace práva squeeze-out. *Obchodněprávní revue*, 2017, č. 1, s. 1.

4.1.3. Informační povinnost hlavního akcionáře

Otázkou také zůstává, jak se vlastník účastnických cenných papírů vůbec o svém právu požadovat po hlavním akcionáři odkup svých účastnických cenných papírů dozví. Zatímco v případě *Squeeze-out* si je hlavní akcionář nepochybně vědom, kolik akcií vlastní a zda tak naplňuje podmínky pro vytěsnění ostatních vlastníků účastnických cenných papírů či nikoliv, v opačném případě procesu *Sell-out* tomu tak z pozice vlastníka účastnických cenných papírů být nemusí. Vlastník účastnických cenných papírů může vlastnit zanedbatelnou část účastnických cenných papírů, hluboce pod hranicí 10 %, a může se domnívat, že proti němu stojí jeden hlavní akcionář vlastníci 90 a více % akcií. Přesto však podmínky přípustnosti procesu *Sell-out* splněny být nemusí. Tak tomu bude například v situaci, kdy se ve společnosti budou nacházet ještě jeden a více dalších akcionářů, kteří budou v souhrnu vlastnit více než 10 % akcií.

Vlastnická struktura akciové společnost může zůstat po celou dobu existence společnosti stejná, avšak může se i poměrně dynamicky vyvíjet. Zejména pasivní vlastník účastnických cenných papírů, nezajímající se o situaci ve společnosti, tak může poměrně snadno ztratit přehled o vlastnické struktuře společnosti. Nutno konstatovat, že zákon o obchodních korporacích hlavnímu akcionáři žádnou informační povinnost⁸⁴ ohledně nastání situace, umožňující vlastníku účastnických cenných papírů požadovat odkup jeho účastnických cenných papírů, neukládá. Aktivita tak v tomto směru zůstává výhradně na samém vlastníku účastnických cenných papírů. Ten je samozřejmě vždy oprávněn požadovat, na základě písemné žádosti, po společnosti opis seznamu všech akcionářů a zjistit tak aktuální vlastnickou strukturu ve společnosti. V souladu se zásadou *vigilantibus iura scripta sunt* mám za to, že pro ochranu práva vlastníka účastnických cenných papírů je aktuální úprava dostatečná a není třeba zatěžovat hlavního akcionáře jakoukoliv informační povinností vztahující se k právu *Sell-out*.

4.1.4. Lhůta k uplatnění práva Sell-out

Na rozdíl od okamžiku, kdy se vlastník účastnických cenných papírů o svém právu *Sell-out* fakticky dozví, je okamžik vzniku tohoto práva stanoven stanoven přesně. Bude tomu tak právě v okamžiku, kdy hlavní akcionář nabude do vlastnictví takový počet akcií, který mu umožňuje přistoupit k procesu *Squeeze-out*.⁸⁵ Zákon o obchodních korporacích explicitně žádnou lhůtu pro uplatnění práva *Sell-out* nestanoví. Zdá se tak, že toto právo může být využito kdykoliv

⁸⁴ Obdobnou *quasi* informační povinnost bychom mohli najít například u veřejného návrhu na koupi nebo směnu účastnických cenných papírů podle § 322 a násl. ZOK. Zde se sice nehovoří o informační povinnosti, ale zákon povinné osobě ukládá učinit přímo návrh smlouvy, což můžeme považovat za přísnější formu informační povinnosti.

⁸⁵ Jak již bylo uvedeno výše, jedná se o takový počet akcií, jejichž souhrnná jmenovitá hodnota činí alespoň 90 % základního kapitálu a nimiž je spojen alespoň 90% podíl na hlasovacích právech ve společnosti. Tyto podmínky musejí být splněny kumulativně. Nebudou-li naplněny v jeden okamžik pak právo *Squeeze-out* respektive *Sell-out* vznikne naplněním poslední z nich.

za trvání nadepsaných podmínek, tedy existence hlavního akcionáře nadaným právem *Squeeze-out* a vlastnictví účastnických cenných papírů.⁸⁶

Otázkou však zůstává, zda může být toto právo promlčeno. Právo *Sell-out* je nesporně právem majetkovým a práva majetková se až na výjimky případů stanovených zákonem promlčují.⁸⁷ Občanský zákoník ani zákon o obchodních korporacích žádnou takovou výjimku nestanoví a s argumentací *per eliminationem* se pak nabízí závěr, že právo *Sell-out* se promlčuje v obecné desetileté promlčecí lhůtě stanovené pro majetková práva.⁸⁸ Tento závěr by však dle mého názoru neodpovídal smyslu a účelu normy a je třeba jej překonat objektivně teleologickým výkladem či *analogií legis*.

O smyslu a účelu institutu *Sell-out* již bylo pojednáno výše. Co se týče *analogie legis* pak, dle mého názoru, lze podobnou skutkovou podstatu najít v § 614 OZ. Ten stanoví, že: “Nepromlčuje se [...] právo domábat se rozdělení společné věci [...]”. Jestliže zákonodárce přiznává právo vystoupit ze spoluvlastnictví po celou dobu existence tohoto stavu, tedy existence samotného spoluvlastnictví, pak by jistě měl obdobné právo, tedy vystoupení vlastníka účastnických cenných papírů ze společnosti, taktéž přiznávat po celou dobu existence daného stavu. V obou případech se spoluvlastníci respektive společníci dostali, ať už dobrovolně či nedobrovolně do situace, kdy spolu musejí určitým způsobem kooperovat a kdy jednání jednoho přímo ovlivňuje druhého. Až v průběhu času může nastat situace pro spoluvlastníka respektive společníka nevýhodná, a ten může mít zájem ze spoluvlastnictví respektive společnosti vystoupit. Tato situace může v obou případech nastat až po uplynutí obecné promlčecí doby a není tak racionální, aby s osobou v obdobném postavení zacházel zákon rozdílným způsobem.

Dle mého názoru jde tedy v případě promlčení práva *Sell-out* o jistou nedůslednost zákonodárce, kdy v rámci úpravy promlčení neuvedl veškeré výjimky ani přímo v občanském zákoníku jako *lex generalis*, ani v zákoně o obchodních korporacích a dalších *lex specialis*. V souladu s odbornou obcí obecně přijímaným názorem mám za to, že právo *Sell-out* se nepromlčuje a vlastník účastnických cenných papírů tak k jeho využití může přistoupit kdykoliv za trvání podmínek jeho přípustnosti.

4.1.5. Četnost žádostí vlastníka účastnických cenných papírů

V odborné obci nepanuje shoda v otázce, kolikrát může vlastník účastnických cenných papírů o odkup svých účastnických cenných papírů hlavního akcionáře žádat. Na jedné straně

⁸⁶ Shodně např. DOLEŽIL, Tomáš, LASÁK, Jan in LASÁK: *Zákon...*, s. 1742

⁸⁷ § 611 OZ

⁸⁸ § 629 odst. 2 OZ

stojí názory, že tomu může být toliko jednou,⁸⁹ na druhé pak názory, že počet žádostí takto omezen není.⁹⁰ Nutno konstatovat, že pro prvně jmenovaný názor v zákoně oporu nenajdeme. Jelikož se autoři tohoto názoru omezili na pouhé konstatování *“Máme za to, že právo odkupu mohou zbyvajících vlastníci uplatit toliko jednou.”*,⁹¹ není ani možné tento závěr kriticky vyhodnotit. K tomuto závěru mohla autory vést skutečnost poměrně jednoduché zneužitelnosti práva *Sell-out* ze strany vlastníka účastnických cenných papírů.⁹² Ten by opakovanými žádostmi, s jejichž vyřízením je vždy spojena nezanedbatelná administrativní zátěž pro společnost, mohl účelně poškozovat hlavního akcionáře či společnost samou a snažit si tak například vynutit lepší podmínky odkupu. Dle mého názoru ale ani toto riziko není důvodem pro přijetí nadepsaného názoru. Pro ochranu hlavního akcionáře postačí obecná zásada *“zneužití práva nepoživá ochrany”*⁹³ a v tomto případě by tedy *Sell-out* nebyl vynutitelný soudní mocí. Další možností ochrany hlavního akcionáře může sloužit deliktní odpovědnost vlastníka účastnických cenných papírů, a tedy potenciální povinnost nahradit škodu vzniklou v příčinné souvislosti s jeho protiprávním jednáním.⁹⁴ V neposledním řadě pak může pro svou ochranu hlavní akcionáře využít institut *Squeeze-out* a škodícího vlastníka účastnických cenných papírů ze společnosti vytěsnit.

Naproti tomu pro druhý zmiňovaný názor, krom absence zákonného omezení četnosti žádostí, může svědčit i textace zmiňovaného ustanovení, když zde zákonodárce použil slovo *“požadovat”* a nikoli *“požádat”*. Jazykovým výkladem pak půjde dovodit, že žádost může být podávána opakovaně.⁹⁵ Je tedy dle mého názoru třeba uzavřít, že vlastník účastnických cenných papírů co do četnosti žádostí o učinění veřejného návrhu smlouvy obecně omezen není, avšak svého práva nesmí zneužívat.

4.1.6. Pluralita vlastníků účastníků cenných papírů

Vlastníci účastnických cenných papírů, nadání právem *Sell-out*, mohou být samozřejmě i v pluralitě. Zejména v kótovaných společnostech jich může být i poměrně velké množství. Nabízí se tak otázka, zda při jejich žádosti o učinění návrhu na odkup účastnických cenných papírů musejí nějakým způsobem kooperovat, či zda dokonce musejí jednat všichni ve shodě. Vzhledem

⁸⁹ Např. ŠUK, Petr in ŠTENGLOVÁ, Ivana a kol. *Zákon...*, s. 599

⁹⁰ Např. DOLEŽIL, Tomáš, LASÁK, Jan in LASÁK: *Zákon...*, s. 1743

⁹¹ ŠUK, Petr in ŠTENGLOVÁ, Ivana a kol. *Zákon...*, s. 599

⁹² K jednotlivým způsobům zneužívání práv minoritními akcionáři srov. např. ELIÁŠ, Karel. *Malá herba cito crescit. Bulletin advokacie*, 2000, roč. 16, č. 5, s. 10.

⁹³ Zásada zakotvena v § 8 OZ respektive čl. 4 odst. 4 Listiny.

⁹⁴ Konkrétně povinnost nahradit škodu porušením dobrých mravů podle § 2909 *in fine* OZ. Ze strany vlastníka účastnických cenných papírů by se jednalo o zdánlivý výkon práva.

⁹⁵ Tato výkladová metoda však samozřejmě nikdy nemůže stát sama o sobě bez dalšího.

k povaze ustanovení a jeho *telen*, který byl již popsán v úvodu této práce, panuje v odborné obci shoda, že k právu *Sell-out* je oprávněn každý vlastník účastnických cenných papírů, splňující zákonné podmínky, samostatně.⁹⁶ S tímto názorem se nelze než ztotožnit. Jiný závěr by ostatně nedůvodně počítal ze situací, kdy by vlastníci účastnických cenných papírů měli v danou chvíli stejné zájmy. Tedy kdy by v situaci, kdy budou vlastníci účastnických cenných papírů nadáni právem *Sell-out* chtěli ve společnosti buď všichni setrvat nebo by naopak chtěli ze společnosti všichni vystoupit. Tato konstrukce je dle mého názoru neúnosná a je třeba uzavřít, že vlastníci účastnických cenných papírů mohou svého práva *Sell-out* využívat volně, dle jejich uvážení, a jednání jednoho vlastníka účastnických cenných papírů žádným způsobem nezavazuje dalšího.

Pro opačný závěr, než byl předestřen v předchozím odstavci by snad, s trochou nadsázky, mohla svědčit dikce ustanovení. Zákon totiž užívá termín "*Vlastníci účastnických cenných papírů*"⁹⁷ v množném čísle. Tato terminologie pak může svádět k domněnce, že tito vlastníci účastnických cenných papírů musejí jednat ve shodě, podobně jako je tomu v případě jednání spoluvlastníků ohledně věci jako celku.⁹⁸ Použití termínu "*Vlastník účastnických cenných papírů*" v jednotném čísle, tedy kdokoliv z nich, by dle mého názoru byl přiléhavější. Jak již však bylo uvedeno výše, výkladové problémy v tomto případě dikce ustanovení nezpůsobuje.⁹⁹

Ve vztahu k předchozímu výkladu můžeme konstruovat situaci, kdy o odkoupení svých účastnických cenných papírů požádá jen jeden z jejich vlastníků, zatímco ostatní zájem o odkup, ať už z jakéhokoliv důvodu, mít nebudou. Připustili-li bychom, že žádost o učinění veřejného návrhu smlouvy je možné podat toliko jednou, mělo by to negativní dopad vůči ostatním vlastníkům účastnických cenných papírů, kteří o odkup v dané chvíli nestojí. V takovém případě by tito odkup-nepožadující vlastníci účastnických cenných papírů museli pečlivě vážit, zda nabídku učiněnou hlavním akcionářem¹⁰⁰ přijmou či nikoli, neboť další příležitost k požadování odkupu již mít nebudou.¹⁰¹ S takovým závěrem však, dle mého názoru, nelze souhlasit. Motivace vlastníka účastnických cenných papírů k požadavku odkupu jeho účastnických cenných papírů se může různit a v čase i vyvíjet. Není v souladu se smyslem a účelem normy, aby byl vlastník účastnických cenných papírů nucen rozhodnout se o využití či nevyužití návrhu smlouvy

⁹⁶ Např. DOLEŽIL, Tomáš, LASÁK, Jan in LASÁK: *Zákon...*, s. 1742

⁹⁷ § 395 ZOK

⁹⁸ Srov. § 1116 OZ

⁹⁹ Neboť subjektivně historický i objektivně teleologický výklad mají před výkladem jazykovým samozřejmě přednost.

¹⁰⁰ Po žádosti o učinění návrhu na odkup účastnických cenných papírů ze strany vlastníka účastnických cenných papírů, učiní hlavní akcionář tento návrh vůči všem ostatním vlastníkům účastnických cenných papírů nadaných právem *Sell-out*. K tomu blíže v následující kapitole.

¹⁰¹ Tento závěr formuluje například ŠUK, Petr in ŠTENGLOVÁ, Ivana a kol. *Zákon...*, s. 599

učiněným hlavním akcionářem na základě žádosti jiného vlastníka účastnických cenných papírů a aby s tím byl, v případě negativního rozhodnutí, spojen nepříznivý důsledek ve formě zániku jeho výsadního práva *Sell-out*.

4.2. Návrh hlavního akcionáře

Po doručení žádosti o učinění návrhu na odkup účastnických cenných papírů hlavnímu akcionáři by měl tento akcionář započít přípravy k odkupu. Tyto přípravy budou spočívat zejména v náležitém ocenění účastnických cenných papírů a přípravy kupní smlouvy samotné. V případě účastnických cenných papírů, které jsou přijaty k obchodování na evropském regulovaném trhu,¹⁰² je pak i třeba předložit návrh veřejného návrhu smlouvy České národní bance a řádně odůvodnit přiměřenost protiplnění.¹⁰³

Jak již bylo uvedeno výše, celý proces odkupu účastnických cenných papírů na základě žádosti vlastníka účastnických cenných papírů podle § 395 ZOK, se řídí úpravou tzv. povinného veřejného návrhu smlouvy,¹⁰⁴ jelikož na ni toto ustanovení přímo odkazuje. Zároveň úprava povinného veřejného návrhu smlouvy odkazuje hned do několika dalších částí zákona o obchodních korporacích. Mezi tyto části patří například úprava obecného veřejného návrhu na koupi nebo směnu účastnických cenných papírů, která zase odkazuje na úpravu svolávání valné hromady nebo úprava nuceného přechodu účastnických cenných papírů (*Squeeze-out*).¹⁰⁵ Celý proces je tak nejen systematicky poněkud složitý, ale může způsobovat (a způsobuje) i výkladové problémy při aplikaci jednotlivých norem na situaci, pro kterou nejsou původně určeny. V následujícím výkladu se pokusím nastínit jednotlivé náležitosti návrhu na odkup účastnických cenných papírů ve vztahu k procesu *Sell-out* podle § 395 ZOK.

4.2.1. Forma návrhu

Samotné náležitosti návrhu na odkup účastnických cenných papírů úprava veřejného návrhu smlouvy příliš nekonkretizuje. Z povahy věci půjde o smlouvu kupní. Co do jejích náležitostí tak budeme muset vyjít z obecné úpravy kupní smlouvy, vzniku závazku a úpravy cenných papírů v občanském zákoníku. Občanský zákoník obecně nestanovuje žádnou kvalifikovanou formu pro převod cenných papírů a v souladu se zásadou neformálnosti¹⁰⁶ je

¹⁰² Neboli účastnické cenné papíry tzv. kótovaných společností.

¹⁰³ Znalecký posudek se již v tomto případě nevyžaduje.

¹⁰⁴ § 327 až 332 ZOK

¹⁰⁵ § 375 až 394 ZOK

¹⁰⁶ § 559 OZ

proto obecně připuštěna i základní forma ústní.¹⁰⁷ Pro cenné papíry na řad (tzv. *ordre* papíry) pak stále platí zvláštní požadavek rubopisu neboli *indosamentu*. Ani úprava povinného veřejného návrhu smlouvy podle § 327 a násl. ZOK nestanovuje pro odkup účastnických cenných papírů v rámci procesu *Sell-out* žádnou zvláštní formu. Druhý odstavec § 328 ZOK pouze stanoví povinnost uveřejnění návrhu smlouvy. Je tedy otázkou, zdá právě z této povinnosti nebude možné dovodit povinnost písemné formy pro kupní smlouvu, na základě které bude proveden odkup účastnických cenných papírů v rámci procesu *Sell-out*.

Zákon o obchodních korporacích, co do způsobu uveřejnění veřejného návrhu smlouvy odkazuje, na způsob svolávání valné hromady.¹⁰⁸ V rámci svolávání valné hromady je pak svolavatel povinen uveřejnit pozvánku na svých internetových stránkách.¹⁰⁹ Akcionářům vlastnícím akcie na jméno nebo zaknihované akcie je pak společnost mimo to ještě povinna zaslat pozvánku na adresu uvedenou v seznamu akcionářů nebo v evidenci zaknihovaných cenných papírů anebo v evidenci vedené schovatelem držícím imobilizované akcie. Je obecně přijímaným názorem,¹¹⁰ že pozvánka na valnou hromadu tedy z tohoto důvodu musí být písemná. Přistoupili-li bychom na tento závěr, budeme muset dovodit, že i návrh smlouvy bude muset mít písemnou formu. Přestože zveřejnění písemné pozvánky na internetových stránkách bude pro společnost zpravidla nejjednodušší formou svolávání valné hromady a z hlediska právní jistoty akcionářů ani nelze jinou formu doporučit,¹¹¹ nelze podle mého názoru učinit bez dalšího závěr, že pozvánka zveřejněná na internetových stránkách společnosti písemná nutně musí být. § 406 odst. 1 ZOK hovoří o povinnosti uveřejnit pozvánku, o formě pozvánky jako takové však nehovoří. O té nehovořil ani předchozí obchodní zákoník, nicméně v kontextu toho předpisu se forma pozvánky na valnou hromadu dala dovodit.

¹⁰⁷ Do účinnosti nového občanského zákoníku byl v platnosti zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, který ve svém § 19 odst. 1 stanovoval povinnost písemné formy pro převod listinného cenného papíru na jméno. Tento zákon byl ale s účinností nového občanského zákoníku zrušen (§ 3080 bod 187 OZ) a nový občanský zákoník takovou povinnost již nestanovuje.

¹⁰⁸ § 406 a násl. ZOK

¹⁰⁹ Akciová společnost je bezprostředně po svém vzniku povinna internetové stránky zřídit. Srov. § 7 odst. 2 ZOK.

¹¹⁰ Například ŠUK, Petr in ŠTENGLOVÁ, Ivana a kol. *Zákon...*, s. 624: "*Zákon vychází z toho, že pozvánka na valnou hromadu musí být - neupraví-li stanovy nabrání zaslání pozvánky na adresu akcionářů jinou formou oznámení o konání valné hromady - vyhotovena písemně.*"

¹¹¹ "*Společnost by měla být kdykoliv schopna doložit (prokázat) splnění této publikační povinnosti, zejména její včasnost (kdy poprvé společnost pozvánku publikovala a jaký byl její obsah), jinak se vystavuje riziku prohlášení všech přijatých rozhodnutí za neplatná.*" HAMPEL, Petr in BELOHLÁVEK: *Komentář...*, s. 1693

Obchodní zákoník původně způsob zveřejnění pozvánky na valnou hromadu v případě společnosti s akciemi na majitele¹¹² vůbec neupravoval,¹¹³ poté zavedl povinnost zveřejnit pozvánku *“vhodným způsobem určeným stanovami, jinak nejméně ve dvou celostátně distribuovaných denících”*,¹¹⁴ následně zákonodárce omezil společnost ve volbě způsobu uveřejnění pozvánky ve stanovách, když stanovil povinnost uveřejnit pozvánku *“nejméně v jednom celostátně distribuovaném deníku určeném ve stanovách”*.¹¹⁵ Celostátně distribuovaný deník pak zákonodárce konkretizoval na Obchodní věstník, když stanovil že *“představenstvo uveřejňuje oznámení o konání valné hromady v Obchodním věstníku a jiným vhodným způsobem určeným stanovami”*.¹¹⁶

Jelikož nebylo technicky možné, aby v tištěném deníku či věstníku¹¹⁷ měla pozvánka jinou formu než formu písemnou, nebylo ani na pořadu dne toto dále rozvádět a tento postoj, zdá se přetrval. Ve vztahu ke svolávání valné hromady nebyla povětšinou ani vůle rozebírat formu pozvánky neboť v tomto případě je písemnou forma zřejmě oboustranně nejvýhodnější.¹¹⁸ Jinak tomu ale může být právě v případě formy smlouvy na odkup účastnických cenných papírů.

V případě internetových stránek si lze jistě představit i jinou formu zveřejnění informace než v textové – písemné formě. Bude tomu tak například v případě zveřejnění a umístění video či audio stopy obsahující danou informaci na dané internetové stránce.¹¹⁹ V případě svolávání valné hromady se takové myšlenky v dnešní době zdají absurdní,¹²⁰ ve vztahu k veřejnému návrhu na odkup účastnických papírů už dle mého názoru smysl dávají. V rámci soukromého práva

¹¹² Zde je vidět terminologický posun, kdy obchodní zákoník rozlišoval mezi *“společnostmi s akciemi na jméno”* a *“společnostmi s akciemi na majitele”* a zákon o obchodních korporacích pak již rozlišuje mezi *“akcionáři vlastníci akcie na jméno (nebo zaknihované akcie)”* a ostatními akcionáři. Jelikož akciová společnost může vydat obě formy akcií zároveň je dle mého názoru tento posun pozitivní. Srov. LASÁK, Jan in LASÁK: *Zákon...*, s. 1189

¹¹³ § 184 odst. 3 ObchZ ve znění od přijetí obchodního zákoníku do 30.6.1992

¹¹⁴ § 184 odst. 4 ObchZ ve znění od 1.7.1996 od 31.12.2000

¹¹⁵ § 184 odst. 4 ObchZ ve znění od 1.1.2001 do 30.11.2009

¹¹⁶ § 184a odst. 2 ObchZ ve znění od 1.12.2009 do 31.12.2012, tedy až do nabytí účinnosti zákona o obchodních korporacích.

¹¹⁷ Byť i tehdy Vrchní soud v Praze ve svém usnesení ze dne 29. 2. 2008, sp. zn. 7 Cmo 503/2007 judikoval, že *“Deník ve smyslu § 184 odst. 4 ObchZ nemusí být nutně deníkem tištěným jen na papíře, ale rovněž i deníkem majícím jen elektronickou podobu, zejména podobu webových stránek v síti internet.”*

¹¹⁸ Akcionář dostane informaci o konání valné hromady v přehledné formě a společnost bude schopna dobře prokázat, že dostála svým povinnostem ve vztahu ke svolávání valné hromady.

¹¹⁹ Čistě v teoretické rovině může být i otázkou, zda by takhle zveřejněné video *stricto sensu* nenaplnilo definici elektronické písemné formy uvedené v § 562 odst. 1 OZ. Toto ustanovení stanovuje, že *“Písemná forma je zachována i při právním jednání učiněném elektronickými nebo jinými technickými prostředky umožňujícími zachycení jeho obsahu a určení jednajících osob”*. Video zveřejněné na internetové stránce totiž zcela jistě elektronický prostředkem, který umožňuje zachycení jeho obsahu a určení jednajících osoby je.

¹²⁰ Ne tak ale, dle mého názoru, *pro futuro*.

vycházíme ze zásady neformálnosti právního jednání a občanský zákoník výslovně stanovuje, že volba formy právního jednání může být omezena pouze ujednáním nebo zákonem.¹²¹ Jelikož občanský zákoník¹²² ani zákon o obchodních korporacích písemnou formu pro svolávání valné hromady a tudíž i pro veřejný návrh smlouvy na odkup účastnických cenných papírů výslovně nestanovuje, musím se odklonit od obecně přijímaného názoru, že pozvánka na valnou hromadu musí mít bez dalšího písemnou formu a že tak i návrh na odkup účastnických cenných papírů a tudíž i smlouva samotná musí být uzavřena v písemné formě.¹²³

4.2.2. Náležitosti návrhu

Mezi konkrétní náležitosti smlouvy na odkup účastnických cenných papírů pak v první řadě patří řádná identifikace osoby, který návrh činí, neboli hlavního akcionáře respektive povinné osoby. Z návrhu musí být jasné, kdo jej činí.¹²⁴ Tato identifikace bude primárně v zájmu smluvních stran, nicméně zákon o obchodních korporacích stanovuje minimální standard identifikace, když stanoví povinnost uvedení jména¹²⁵ a bydliště¹²⁶ činí-li návrh fyzická osoba či jména¹²⁷ a sídla¹²⁸ činí-li návrh osoba právnická.¹²⁹ Nad to lze jen doporučit uvedení i dalších

¹²¹ § 559 OZ

¹²² Jako *lex generalis* ve vztahu k zákonu o obchodních korporacích.

¹²³ Jistou podobu s veřejným návrhem smlouvy na odkup účastnických cenných papírů vidím u veřejné nabídky a veřejné soutěže o nejvhodnější nabídku (*invitatio ad offerendum*) v občanském zákoníku. Zde se také jedna osoba obrací na neurčitý okruh osob s určitou výzvou či návrhem. Zatímco v prvním případě občanský zákoník žádnou formu nestanoví a není tak sporu, že si navrhovatel může zvolit formu návrhu jakoukoliv, v případě *invitatio ad offerendum* občanský zákoník v § 1773 výslovně stanoví povinnou písemnou formu. Krom nadepsaných argumentů bychom tak k závěru, že pro veřejný návrh smlouvy na odkup účastnických cenných papírů není třeba ústní forma i argumentem *a contrario* k tomuto ustanovení.

¹²⁴ § 1731 OZ

¹²⁵ § 77 a násl. OZ

¹²⁶ § 80 OZ

¹²⁷ § 323 odst. 2 písm a) ZOK hovoří o „*jménu a bydlišti nebo sídlu navrhovatele*“. Je zřejmé že návrh může činit i osoba právnická. V případě právnické osoby by ale bylo terminologicky správnější hovořit o „*názvu*“ než „*jménu*“ – § 132 a násl. OZ. V případě podnikatele bychom pak hovořili o „*obchodní firmě*“ – § 423 a násl. OZ.

¹²⁸ § 136 a násl. OZ

¹²⁹ § 323 odst. 2 písm. a) ZOK

údajů¹³⁰ jako je např. datum narození či lépe rodné číslo¹³¹ v případě fyzické osoby, jako její nezaměnitelný identifikátor a identifikačního čísla¹³² v případě osoby právnické.

Zákon o obchodních korporacích mezi náležitosti veřejného návrhu smlouvy dále řadí i náležitosti kupní smlouvy. Těmito náležitostmi pak je identifikace předmětu koupě a určení úplatnosti.¹³³ Identifikaci předmětu koupě tedy účastnických cenných papírů je potřeba provést tak, aby nebylo možné je jakkoliv zaměnit. V případě účastnických cenných papírů tak bude vhodné uvést minimálně jejich emitenta, včetně jeho jednoznačné identifikace,¹³⁴ jmenovitou hodnotu, označení formy a druhu, v případě akcie na jméno pak i jednoznačnou identifikaci akcionáře.¹³⁵ V neposlední řadě pak bude vhodné uvést i číselné označení účastnického cenného papíru.¹³⁶

Určení kupní ceny sice není obecnou podstatnou náležitostí kupní smlouvy, zákon o obchodních korporacích však povinnost určení údaje o výši protiplnění stanovuje výslovně.¹³⁷ Přiměřenost protiplnění musí být v případě účastnických cenných papírů, které jsou přijaty k obchodování na evropském regulovaném trhu, musí být doložena České národní bance,¹³⁸ v případě ostatních cenných papírů musí být přiměřenost protiplnění doložena znaleckým posudkem.¹³⁹ K výši protiplnění ještě blíže v následující kapitole.

¹³⁰ Občanský zákoník ve svém § 3019 uvádí: *“Údaji, podle nichž lze člověka zjistit, jsou zejména jméno, bydliště a datum narození, popřípadě identifikující údaj podle jiného právního předpisu. Identifikujícím údajem právnické osoby nebo podnikatele je identifikační číslo osoby, bylo-li jim přiděleno.”*

¹³¹ § 13 a násl. zákona č. 133/2000 Sb., o evidenci obyvatel a rodných číslech a o změně některých zákonů (zákon o evidenci obyvatel), ve znění pozdějších předpisů

¹³² Tzv. “IČO” – § 24 písm. c) zákona č. 111/2009, o základních registrech, ve znění pozdějších předpisů a např. § 7 odst. 1 písm. d) ZVR

¹³³ Je třeba zmínit, že podstatnou náležitostí samotné kupní smlouvy není určení konkrétní ceny jako takové, ale pouze určení úplatnosti smlouvy. Srov. § 2085 odst. 2 OZ a § 409 odst. 2 ObchZ.

¹³⁴ Viz předchozí odstavec.

¹³⁵ § 259 odst. 1 ZOK

¹³⁶ § 260 ZOK

¹³⁷ § 323 odst. 2 písm. a) ZOK

¹³⁸ Je-li přiměřenost řádně odůvodněna, není třeba tuto přiměřenost již dokládat znaleckým posudkem. § 330 ZOK

¹³⁹ § 328 odst. 1 ZOK *in fine*. Znalecký posudek pak obsahuje alespoň obecné náležitosti znaleckého posudku podle § 251 odst. 2 ZOK.

4.2.3. Doba závaznosti

Další nezbytnou náležitostí veřejného návrhu smlouvy na odkup účastnických cenných papírů je určení doby závaznosti tohoto návrhu.¹⁴⁰ Tato doba nesmí být kratší než 4 týdny ode dne uveřejnění návrhu.¹⁴¹ Maximální dobu závaznosti zákon nestanovuje. Jedná se o dobu určenou podle týdnů a její konec tak připadá na den, který se pojmenováním shoduje se dnem, na který připadá skutečnost, od níž se doba počítá.¹⁴² Doba se pak počítá od uveřejnění návrhu na internetových stránkách. Otázkou je, od kdy se tato doba počítá dojdeme-li k závěru, že postačí návrh doručit akcionáři nadaných právem *Sell-out*. Dle mého názoru totiž postačí, je-li návrh doručen všem vlastníkům účastnických cenných papírů nadaných právem *Sell-out*, bez nutnosti jeho dalšího zveřejnění na internetových stránkách.¹⁴³ V takovém případě poběží doba závaznosti návrhu od jeho doručení vlastníku účastnických cenných papírů nadaných právem *Sell-out*. Jelikož se jedná o lhůtu hmotněprávní je třeba, aby akceptace návrhu došla do sféry vlivu hlavního akcionáře nejpozději v poslední den lhůty.¹⁴⁴ Hlavní akcionář může samozřejmě akceptovat i pozdní přijetí nabídky, což lze hlavnímu akcionáři vzhledem k možnosti vlastníka účastnických cenných papírů opakovat svou žádost o učinění návrhu smlouvy na odkup účastnických cenných papírů, zřejmě jen doporučit.¹⁴⁵

4.2.4. Odůvodnění

Konečně je také nezbytnou náležitostí veřejného návrhu smlouvy na odkup účastnických cenných papírů i jeho odůvodnění.¹⁴⁶ Navrhovatel je sice povinen uvést důvody na základě kterých svůj návrh činí, obecně však není zákonem nijak omezen a svůj návrh může zdůvodnit prakticky jakkoliv.¹⁴⁷ Ve vztahu k návrhu smlouvy na odkup účastnických cenných papírů je zřejmé, že tento návrh je činěn na základě žádosti vlastníka účastnických cenných papírů nadaného právem *Sell-out* a minimálně tento důvod by měl být i uveden v návrhu samotném.

¹⁴⁰ § 323 odst. 2 písm. b) ZOK

¹⁴¹ § 328 odst. 2 ZOK

¹⁴² § 605 odst. 2 OZ

¹⁴³ K tomu blíže v následujícím výkladu.

¹⁴⁴ Bude-li tedy návrh smlouvy na odkup účastnických cenných papírů doručen vlastníku účastnických cenných papírů nadaných právem *Sell-out* například ve středu 28.6.2017, počne akceptační lhůta běžet následující den, tedy 29.6.2017. Akceptace návrhu bude muset být v tomto případě doručena hlavnímu akcionáři nejpozději ve čtvrtek 20.7.2017. Po tomto dni již není hlavní akcionář hlavním návrhem vázán.

¹⁴⁵ Srov. předchozí výklad k možnosti opakované žádosti vlastníka účastnických cenných papírů o učinění návrhu smlouvy na odkup účastnických cenných papírů.

¹⁴⁶ § 323 odst. 2 písm. c) ZOK

¹⁴⁷ ŠUK, Petr in ŠTENGLOVÁ, Ivana a kol. *Zákon...*, s. 514

4.2.5. Způsob zveřejnění

Co se týče způsobu doručení veřejného návrhu smlouvy na odkup účastnických cenných papírů vlastníků těchto cenných papírů pak hlavní akcionář, jako povinná osoba, své povinnosti uveřejnit návrh smlouvy dostojí zveřejněním návrhu na internetových stránkách společnosti, jejíž účastnické cenné papíry mají být odkoupeny. V tomto směru bude třeba součinnosti dané společnosti, kterou by si ale hlavní akcionář neměl mít problém zajistit. Akcionářům vlastníci akcie na jméno nebo zaknihované akcie pak bude muset hlavní akcionář zaslat návrh smlouvy na odkup účastnických cenných papírů na adresu uvedenou v seznamu akcionářů nebo v evidenci zaknihovaných cenných papírů anebo v evidenci vedené schovatelem držícím imobilizované akcie v úschově.

Otázkou však zůstává, dostojí-li hlavní akcionář své povinnosti v případě, že veřejný návrh rozešle všem vlastníků účastnických cenných papírů,¹⁴⁸ ale návrh smlouvy již pak na internetových stránkách společnosti nezveřejní. Jelikož je způsob uveřejnění návrhu smlouvy na odkup účastnických cenných papírů odvozen od způsobu svolávání valné hromady¹⁴⁹ a v odborné obci převažují názory, že pozvánka musí být zveřejněna na internetových stránkách v každém případě,^{150,151} zdá se, že by i veřejný návrh smlouvy na odkup účastnických cenných papírů měl být za každé situace zveřejněn na internetových stránkách. Na druhou stranu za situace, kdy bude veřejný návrh prokazatelně doručen¹⁵² každému vlastníku účastnických cenných papírů nadaných právem *Sell-out* se zdá býti příliš formalistické, budeme-li na takovém závěru trvat. Ve vztahu ke svolávání valné hromady však také podobný závěr také učinil i Nejvyšší soud.¹⁵³

Přes užitý termín “veřejný návrh” mám tedy za to, že za předpokladu, že se všichni vlastníci účastnických cenných papírů nadaní právem *Sell-out* o návrhu smlouvy na odkup jejich účastnických cenných papírů prokazatelně dozví a že nabídnuté výše protiplnění bude pro všechny účastnické cenné papíry shodné, tedy že hlavní akcionář nezneužije neveřejnost návrhu a

¹⁴⁸ To si lze představit například v situaci, kdy mezi vlastníky účastnických cenných papírů jsou výhradně akcionáři s účastnickými cennými papíry na jméno či zaknihovanými cennými papíry nebo v situaci, kdy ostatní vlastníci účastnických cenných papírů jsou v řádu jednotek a hlavní akcionář tyto vlastníky zná (a ví kam jim návrh doručit).

¹⁴⁹ § 323 odst. 1 ZOK *in fine*

¹⁵⁰ “Pozvánka musí být uveřejněna vždy na internetových stránkách společnosti.” FILIP, Václav, LASÁK, Jan in LASÁK: *Zákon...*, s. 1871

¹⁵¹ “Tento způsob publikace pozvánky nemůže být nijak nabrizen.” HAMPEL, Petr in BĚLOHLÁVEK: *Komentář...*, s. 1693

¹⁵² Srov. povinnost “zaslat”, tedy ne povinnost “doručit” v případě pozvánek k valné hromadě dle § 406 ZOK.

¹⁵³ Usnesení Nejvyššího soudu ze dne 19. 4. 2000, sp. zn. 32 Cdo 2826/99

nebude s výší protiplnění spekulovat, bude doručení návrhu všem vlastníkům účastnických cenných papírů nadaných právem *Sell-out* postačovat.

4.3. Výše protiplnění

Výše protiplnění neboli kupní cena u návrhu smlouvy na odkup účastnických cenných papírů musí být v zásadě přiměřená hodnotě účastnických cenných papírů.¹⁵⁴ Tato přiměřenost pak musí být v případě účastnických cenných papírů, které nejsou přijaty k obchodování na evropském regulovaném trhu doložena znaleckým posudkem.¹⁵⁵ V případě účastnických cenných papírů které k obchodování na evropském regulovaném trhu přijaty jsou pak musí být návrh smlouvy předložen ČNB.¹⁵⁶ Obě tyto opatření logicky navazují na institut *Sell-out* samotný a jsou jeho nedílnou součástí. Právo *Sell-out* tak neobsahuje pouze právo vlastníka účastnických cenných papírů požadovat odkoupení jeho účastnických cenných papírů, ale zároveň také právo obdržet za ně přiměřené protiplnění.

Konkrétní oceňovací metody přesahují rozsah a zaměření této práce. V následující kapitole se proto omezím na právní stránku určování výše protiplnění, bez hodnocení stránky ekonomické. K jednotlivým oceňovacím metodám při procesu *Sell-out* však lze doporučit několik odborných článků a publikací. Většina z nich se sice primárně zaměřuje na oceňování akcií při procesu *Squeeze-out*, využitelná však dle mého názoru bude i při oceňování účastnických cenných papírů v rámci procesu *Sell-out*.¹⁵⁷

4.3.1. Přiměřenost protiplnění

Zákonodárce pro vymezení výše protiplnění zvolil poměrně neurčitý pojem “přiměřená hodnotě”. Lze konstatovat, že volba méně striktních pojmů přípustná obecně je a často bude i přínosná. V případě oceňování hodnoty účastnických cenných papírů potažmo obchodní společnosti samotné lze snad i uzavřít, že zákonodárce jinou možnost ani nemá. Oceňování účastnických cenných papírů v případě jejich odkupu, *nota bene* vynuceného, s sebou nese vícero proměnných a odvíjí se vždy od konkrétní situace při odkupování.

¹⁵⁴ § 328 odst. 1 ZOK

¹⁵⁵ § 328 odst. 2 věta druhá ZOK

¹⁵⁶ § 330 ZOK

¹⁵⁷ Např. KRABEC, Tomáš. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. 1. vydání. Praha: Grada Publishing, 2009. 132 s.; ZIMA, Petr. *Oceňování podniků v právní praxi*. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2016. 139 s.; ZIMA, Petr. Oceňování při squeeze-out. *Právní rozhledy*, 2011, roč. 19, č. 8, s. 268.; NACHTIGAL, Tomáš. Oceňování akcií při squeeze-out. *Bulletin advokacie*, 2008, č.11, s. 30.; COATES, John. *Fair Value as an Avoidable Rule of Corporate Law: Minority Discounts in Conflict Transactions* [online]. dash.harvard.edu, červen 1999 [cit. 4. 3. 2016]. Dostupné na <<http://nrs.harvard.edu/urn-3:HUL.InstRepos:12942308>>.

Konkrétní ocenění je, za předpokladu jeho řádného odůvodnění, ponecháno na znalci v rámci jeho odborného posouzení,¹⁵⁸ respektive na hlavním akcionáři samotném. Ve druhém zmíněném případě pak pod dohledem ČNB.¹⁵⁹ Znalec však nemůže vykládat neurčitý pojem samotný a je úkolem soudu stanovit určité hranice relativně neurčitého pojmu.¹⁶⁰ Podle Zimy by tedy soud měl *“tuto neurčitou část právní normy [...] pro konkrétní případy definovat tak, že stanoví, co je při oceňování při squeeze-out v konkrétním případě možné a co naopak nepřijatelné, a jaké oceňovací postupy připadají do úvahy, případně i jaká přírůžka či diskont pro danou situaci se mohou použít, resp. které by měly být z ocenění vyloučeny.”*¹⁶¹ Zima své závěry formuloval ve vztahu k procesu *Squeeze-out*. Je však zřejmé, že uvedené závěry jsou aplikovatelné i v rámci procesu *Sell-out*.

Správně se k věci dle mého názoru vyjádřil i Vrchní soud v Praze, když konstatoval: *“Jestliže znalecký ústav 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, při jejichž použití by bylo možné spolehlivým způsobem pojem přiměřené ceny přiřadit k nějakému ustálenému termínu v rovině odborné, nemá soud důvodu takovému závěru znaleckého ústavu nevěřit.”*¹⁶² Jinými slovy, konkrétní ocenění účastnických cenných papírů sice spadá do působnosti znalce v rámci jeho odborného posouzení a je otázkou skutkovou, nikoliv právní, avšak obsahové vymezení neurčitého právního pojmu spadá do pravomoci soudu a bez jeho předchozího vymezení nemůže soud znalecký posudek akceptovat. Zmíněné rozhodnutí bylo potvrzeno jak Nejvyšším soudem tak Ústavním soudem a lze tedy považovat za obecně závazné.¹⁶³

Znalec může a musí při oceňování účastnických cenných vycházet z poměrně bohaté judikatuře vztahující se k přiměřenosti protiplnění jako takovému. Byť se tato judikatura v naprosté většině vztahuje k procesu *Squeeze-out* bude rovněž využitelná pro proces *Sell-out*. Přestože oceňování účastnických cenných papírů nepřijatých k obchodování na evropském regulovaném trhu nepodléhá schvalování ČNB, může i znalec při samotném oceňování vycházet z Metodiky ČNB popsané v následujícím výkladu. Hlavní akcionář pak při oceňování

¹⁵⁸ Shodně se vyjádřil i Nejvyšší soud ve svém usnesení ze dne 19. 6. 2012, sp. zn. 29 Cdo 2214/2010. V daném případě sice nešlo o proces *Sell-out*, ale o *Squeeze-out* (§ 183i a násl. ObchZ), nicméně mám za to, že tuto judikaturu lze využít i v případě *Sell-out*.

¹⁵⁹ § 330 ZOK

¹⁶⁰ Ve vztahu k posuzování pojmu “přiměřenost hodnotě účastnických cenných papírů” v souvislosti s povinnou nabídkou převzetí (Srov. § 183c odst. 3 věta první ObchZ ve znění do 31. 3. 2008) k tomuto závěru došel Ústavní soud. Srov. nález Ústavního soudu ze dne 12. 2. 2009, sp. zn. III. ÚS 989/08

¹⁶¹ ZIMA, Petr. Oceňování při squeeze-out. *Právní rozhledy*, 2011, roč. 19, č. 8, s. 268

¹⁶² Rozsudek Vrchního soudu v Praze ze dne 11. 6. 2010, sp. zn. 7 Cmo 447/2009

¹⁶³ Usnesení Nejvyššího soudu ze dne 24. 10. 2012, sp. zn. 29 Cdo 4946/2010 a Usnesení Ústavního soudu ze dne 1. 4. 2014, sp. zn. I. ÚS 162/13

účastnických cenných papírů k obchodování na evropském regulovaném trhu jinou možností, než respektovat zmíněnou metodiku, mít nejspíše ani nebude.

ČNB vytvořila dokument s názvem “Informace ČNB k oceňování účastnických cenných papírů pro účely povinných nabídek převzetí, veřejných návrhů smlouvy a vytěsnění” (dále jen jako “Metodika ČNB”).¹⁶⁴ Jak sama ČNB konstatuje: “Česká národní banka vypracovala tento dokument s cílem veřejně deklarovat kritéria, pomocí kterých posuzuje v případech stanovených zákonem, a to § 43 odst. 4 a 5 a § 44 zákona č. 104/2008 Sb., o nabídkách převzetí a o změně některých dalších zákonů, ve znění pozdějších předpisů (zákon o nabídkách převzetí), § 330 a § 391 odst. 1 a 2 zákona č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech, ve znění pozdějších předpisů (dále též „zákon o obchodních korporacích“ či „ZOK“), zda byla řádně zdůvodněna přiměřenost protiplnění.”¹⁶⁵ Jak vidno, ČNB ve výčtu případů, kdy jí je zákonem svěřena pravomoc posuzovat řádné zdůvodnění přiměřenosti protiplnění zcela opomenula případ *Sell-out*. Jelikož však i oceňování účastnických cenných papírů, které byly přijaty k obchodování na evropském regulovaném trhu v případě procesu *Sell-out* podléhá dohledu ČNB je zřejmé, že i v tomto případě lze vycházet z Metodiky ČNB. Metodika ČNB jako taková nemá závazný charakter a má pouze “poskytnout dotčeným osobám možnost seznámit se s rámcovými požadavky kladenými ČNB na předkládaná zdůvodnění a zajistit tak rychlý a hladký průběh schvalovacích řízení”.¹⁶⁶ Z povahy věci vyplývá, že Metodikou ČNB by se měl řídit zejména hlavní akcionář, který oceňuje účastnické cenné papíry, které byly přijaty k obchodování na evropském regulovaném trhu, neboť právě v tomto případě bude muset doložit přiměřenost protiplnění doložit ČNB.¹⁶⁷ Jak však konstatuje Hampel: “[...] tato pravidla [Metodika ČNB] jsou natolik obecné povahy, že je podle názoru autorů lze vztáhnout i na postupy oceňování nekótovaných akcií.”¹⁶⁸ Byť tedy Metodika ČNB není pro znalce ani hlavního akcionáře právně závazná, může jít při oceňování o významnou pomůcku jak v případě účastnických cenných papírů, které byly přijaty k obchodování na evropském regulovaném trhu tak těch které k obchodování přijaty nebyly. Zejména hlavnímu akcionáři lze jen doporučit, aby se při oceňování účastnických cenných papírů Metodikou ČNB řídil.

¹⁶⁴ ČNB. *Informace ČNB k oceňování účastnických cenných papírů pro účely povinných nabídek převzetí, veřejných návrhů smlouvy a vytěsnění*. [online]. cnb.cz, verze 1.1 ze dne 22.9.2014 [cit. 4.1.2017]. 16 s. Dostupné na <https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/legislativni_zakladna/emise_evidence_cp_nabidky_prevzeti_vytesneni/download/metodika_oce_20100816.pdf>

¹⁶⁵ Tamtéž, s. 4.

¹⁶⁶ Tamtéž.

¹⁶⁷ § 330 ZOK

¹⁶⁸ HAMPEL, Petr in BĚLOHLÁVEK: *Komentář...*, s. 1422

V případě sporu mezi vlastníkem účastnických cenných papírů nadaným právem *Sell-out* a hlavním akcionářem pak bude mít co do určení přiměřenosti protiuplnění samozřejmě poslední slovo vždy soud.¹⁶⁹

4.3.2. Doložení přiměřenosti protiuplnění znaleckým posudkem

Obdobně jako v procesu *Squeeze-out* dokládá přiměřenost protiuplnění znaleckým posudkem hlavní akcionář a ten tak bude i jmenovat znalce. S účinností zákona o obchodních korporacích odpadla povinnost, aby při veřejném návrhu smlouvy znalce jmenoval vždy soud.¹⁷⁰ *“Zákonodárce tak ponechal více méně na vůli navrhovatele [v případě procesu Sell-out tedy na vůli hlavního akcionáře respektive povinné osoby], jakým způsobem bude postupovat při jmenování, odvolávání a odměňování znalce.”*¹⁷¹

Otázkou však zůstává, zda lze považovat tento postup za spravedlivý ve vztahu k vlastníku účastnických cenných papírů, který požaduje jejich odkup. Je zřejmé a v praxi bohužel i poměrně běžné, že osoba zadavatele posudku má nemalý vliv na jeho konečnou podobu. Osoba znalce tak stojí mezi zájmy hlavního akcionáře a zájmy vlastníka účastnických cenných papírů, který požaduje jejich odkup, kdy však pouze jeden z nich znalce jmenoval a odměňuje jej. Byť na odměnu má znalec samozřejmě nárok i v případě posudku se kterým hlavní akcionáře spokojen nebude,¹⁷² může to mít negativní dopad na jejich potenciální další spolupráci – což samozřejmě není v zájmu znalce. Může se zdát lehce alibistické konstatování zákonodárce, že: *“Z tohoto pohledu je pak irrelevantní, zda je znalec jmenován soudem ad hoc, nebo zda je vybrán [tím se myslí vybrán navrhovatelem – společností, respektive v našem případě hlavním akcionářem] ze seznamu soudních znalců – v obou případech se musí jednat o znalce nezávislého na společnosti a postupujícího podle zvláštního zákona.”*¹⁷³ Zákonodárce tak klade důraz na to, že znalec musí v každém případě a bezvýhradně

¹⁶⁹ § 329 odst. 3 a § 390 odst. 3 až 5 a odst. 7 ZOK

¹⁷⁰ Srov. § 183a odst. 5 ObchZ, který u veřejného návrh na koupi nebo směnu účastnických cenných papírů odkazoval na úpravu vkladu společníka (§ 59 odst. 3 a 4 ObchZ), který musel být oceněn znalcem jmenovaným soudem.

¹⁷¹ NĚMEC, Libor in LASÁK: *Zákon...*, s. 1548

¹⁷² Tím se myslí zejména končená částka na kterou budou účastnické cenné papíry oceněny, ne například nedodržení formální a materiální stránky posudku etc.

¹⁷³ HAVEL, Bohumil, SMOLÍKOVÁ, Kateřina. *Zákon o obchodních korporacích s aktualizovanou důvodovou zprávou*. Podle stavu k 1. 4. 2012. Ostrava: Sagit, 2012, s. 52

postupovat v souladu, mimo jiné, se zákonem o znalcích a tlumočnících¹⁷⁴ a že tedy bude muset postupovat vždy nestranně a nepodjatě.¹⁷⁵

Zejména s ohledem na dosavadní praxi lze polemizovat nad tím, zda je tento přístup vhodný nicméně je fakt, že v případě, kdy by znalce jmenoval sám vlastník účastnických cenných papírů požadující jejich odkup, můžeme celou argumentaci otočit a dojít ke stejnému závěru, tedy že tento postup je minimálně problematický. Na druhou stranu ani paušální požadavek jmenování znalce soudem nebude vhodný a jeví se jako příliš formalistický. Zejména s ohledem na to, že situace při procesu *Sell-out* nemusí být vůbec konfliktní a v zájmu obou stran zpravidla bude co nejrychleji a tedy i nejekonomičtěji, bez vleklých soudních sporů, proces dokončit. V zájmu hlavního akcionáře by tak mělo být nabídnout takovou cenu, kterou vlastník účastnických cenných papírů požadující jejich odkup bez dalšího přijme a společnost tak opustí. Dle mého názoru je tedy postup jmenování znalce hlavním akcionářem legitimní a pro ochranu práv vlastníka účastnických cenných papírů požadující jejich odkup pak zcela postačí právo domáhat se přiměřeného protiplnění následně u soudu, tedy jakýsi *quasi* přezkum přiměřenosti protiplnění.¹⁷⁶

Podobnou otázkou se ostatně již zabýval Ústavní soud.¹⁷⁷ Přestože v daném případě nešlo o proces *Sell-out*, ale naopak o *Squeeze-out*, mám za to, že níže uvedené závěry jsou z části použitelné i v našem případě a minimálně stojí za zmínění. Ústavní soud hodnotil ústavnost úpravy v rámci které jmenoval znalce pro ocenění vykupovaných účastnických cenných papírů právě hlavní akcionář¹⁷⁸ – tedy stejně jako je tomu dnes v rámci zákona o obchodních korporacích jak v případě procesu *Squeeze-out*, tak procesu *Sell-out*. Ústavní soud nejprve konstatoval: *“Již výše bylo poukázáno na postavení znalce při zpracování odborného posudku a jeho nutnou nestrannost. To by samo o sobě bylo ovšem naprosto nedostatečné, kdyby to nebylo doplněno obligatorním dohledem České národní banky podle § 183i odst. 5 ve spojení s přiměřeným použitím § 183e obch. zák.”*¹⁷⁹ V této

¹⁷⁴ Zákon č. 36/1967 Sb., o znalcích a tlumočnících, ve znění pozdějších předpisů

¹⁷⁵ Viz například slib znalce, který zní: *“Slibuji, že při své znalecké (tlumočnické) činnosti budu přesně dodržovat právní předpisy, že znaleckou (tlumočnickou) činnost budu konat nestranně podle svého nejlepšího vědomí, že budu plně využívat všech svých znalostí a že zachovám mlčenlivost o skutečnostech, o nichž jsem se při výkonu znalecké (tlumočnické) činnosti dozvěděl.”* – § 6 odst. 2 zákona o znalcích a tlumočnících nebo § 11 odst. 1 stejného zákona: *“Znalec (tlumočnick) nesmí podat posudek (provést tlumočnický úkon), jestliže lze mít pro jeho poměr k věci, k orgánům provádějícím řízení, k účastníkům nebo k jejich zástupcům pochybnost o jeho nepodjatosti.”*

¹⁷⁶ § 329 odst. 3 a § 390 odst. 3 až 5 a odst. 7 ZOK

¹⁷⁷ Nález Ústavního soudu ze dne 27. 3. 2008, sp. zn. Pl. ÚS 56/05

¹⁷⁸ Byť v případě veřejného návrhu na koupi nebo směnu účastnických cenných papírů podle § 183a ObchZ, jak již byl uvedeno výše, musel znalce jmenovat soud tak v případě práva výkupu účastnických cenných papírů (tzv. *Squeeze-out*) obchodní zákoník žádnou takovou povinnost nestanovoval – § 183i a násl. ObchZ. V tomto směru by se z dnešního pohledu dalo hovořit o jakémsi sjednocení právní úpravy.

¹⁷⁹ Nález Ústavního soudu ze dne 27. 3. 2008, sp. zn. Pl. ÚS 56/05, bod 71

souvislosti nutno podotknout, že dohled nad přiměřeností protiplnění při procesu *Squeeze-out* prováděla v době rozhodování Ústavního soudu ČNB jak v případě účastnických cenných papírů přijatých k obchodování na evropském regulovaném trhu tak v případě účastnických cenných papírů k obchodování na evropském regulovaném nepřijatých.¹⁸⁰

Vzhledem k tomu, že v rámci dnešní úpravy v zákoně o obchodních korporacích¹⁸¹ provádí ČNB dohled jen v případě účastnických cenných papírů přijatých k obchodování na evropském regulovaném trhu, zdá se, že by dnešní úpravu Ústavní soud v tomto ohledu ústavně konformní neshledal. Ústavní soud však dále doplňuje: *“Protože se jedná o ochranu základního práva, není začlenění České národní banky do procesu nuceného výkupu z hlediska ústavního dostačující. Protože však § 183k obch. zák. upravuje postup z hlediska soudní ochrany minoritních akcionářů, dospěl Ústavní soud k názoru, že samotná skutečnost výběru znalce hlavním akcionářem je sice sama o sobě problémem, ten je však kompenzován dalšími opatřeními ze strany státu.”*¹⁸²

Lze tedy uzavřít, že přestože ČNB již nedohlíží na odkup účastnických cenných papírů, které nejsou přijaty k obchodování na evropském regulovaném trhu, tak při zachování soudního *quasi* přezkumu přiměřenosti protiplnění¹⁸³ je akceptovatelná situace, kdy znalec pro ocenění účastnických cenných papírů vybírá sám hlavní akcionář a to jak v případě povinného veřejného návrhu smouvy, tak procesu *Squeeze-out*, tak i procesu *Sell-out*. Nutno také konstatovat, že Ústavní soud v nadepsaném případě, jak již bylo řečeno, hodnotil právní úpravu procesu *Squeeze-out* kdy, zcela jistě, dochází ještě k výraznějšímu zásahu do základních práv¹⁸⁴ vytěsňovaného účastníka než v případě procesu *Sell-out*, kdy iniciativa k zahájení procesu vychází od vlastníka účastnických cenných papírů.

Co do vymezení přiměřeného protiplnění samotného lze vyjít z již výše citované Metodiky ČNB. Ta “přiměřenost” definuje lakonicky: *“Za přiměřené lze považovat každé protiplnění, které není nižší než hodnota účastnických cenných papírů.”*¹⁸⁵ “Hodnotu” pak ČNB: *“[...] chápe ve smyslu*

¹⁸⁰ § 183i odst. 5 obchodního zákoníku ve znění od 1.4.2006 do 31.3.2008. Do 31.3.2006 prováděla stejným způsobem dohled Komise pro cenné papíry. Je otázkou, proč Ústavní soud ve svém rozhodnutí ze dne 27.3.2008 rezignoval na skutečnost, že dne 19.3.2008 byl Parlamentem České republiky přijat zákon č. 104/2008 Sb., o nabídkách převzetí a o změně některých dalších zákonů, který s účinností k 1.4.2008, tj. pouhých pět dní po rozhodnutí Ústavního soudu, novelizoval obchodní zákoník a zrušil dohled ČNB v případě nekótovaných akcií. Nadepsaná argumentace Ústavního soudu by pak dle mého názoru již nemohla obstát. Viz § 65 bod 7 a 16 zmiňované novely.

¹⁸¹ § 391 ZOK co se týče procesu *Squeeze-out* a § 330 ZOK co se týče povinného veřejného návrhu smlouvy (tedy i procesu *Sell-out*)

¹⁸² Nález Ústavního soudu ze dne 27. 3. 2008, sp. zn. Pl. ÚS 56/05, bod 71

¹⁸³ § 329 odst. 3 a § 390 odst. 3 až 5 a odst. 7 ZOK

¹⁸⁴ Zejména čl. 11 odst. 1 Listiny – právo na vlastnictví.

¹⁸⁵ ČNB. *Informace...*, s. 7

*vymezení fair value v Mezinárodních standardech účetního výkaznictví*¹⁸⁶ jako částku, za níž by bylo možné účastnický cenný papír směniti, a to při transakci mezi nezávislými, informovanými a ochotnými stranami.”¹⁸⁷ Jedná se o univerzální definici pojmu, kterou použijeme právě v případě, kdy jeden z požadavků této definice chybí.¹⁸⁸ V případě procesu *Sell-out* chybí právě jedna z ochotných stran – kupující. Při oceňování účastnických cenných papírů v procesu *Sell-out* pak bude zcela irelevantní, že hlavní akcionář účastnické cenné papíry koupit ve skutečnosti nechce nebo že tyto účastnické cenné papíry nejsou obecně likvidní. Právě z důvodu potenciální nelikvidity účastnických cenných papírů byl zaveden institut *Sell-out*, který má umožnit vlastníkům účastnických cenných papírů, za splnění podmínek pro *Sell-out*, tzv. *fair exit*, jak již bylo popsáno výše.

Další z okolností, který může výrazně ovlivnit výši protiplnění je také datum ocenění účastnických cenných papírů. Jak již bylo uvedeno výše, Metodika ČNB se omezuje na oceňování účastnických cenných papírů při nabídkách převzetí, veřejných návrzích smlouvy a *Squeeze-out*. Z tohoto úhlu pohledu ČNB konstatuje, že datum, ke kterému budou účastnické cenné papíry oceněny by v ideálním případě mělo být shodné s datem přechodu vlastnického práva k nim. Sama ČNB však vzápětí konstatuje, že s ohledem na potřebu předchozího souhlasu ČNB s oceněním respektive potřebu vypracování znaleckého posudku, ve kterém znalec nemůže předjímat vývoj hodnoty účastnických cenných papírů *pro futuro*, není možné účastnické cenné papíry ocenit k tomuto datu. ČNB tedy uzavírá, že by v praxi mělo být datum ocenění alespoň co nejaktuálnější. Ve vztahu k účastnickým cenným papírům přijatých k obchodování na evropském regulovaném trhu pak ČNB konstatuje, že by mezi datem ocenění a datem podání žádosti o předchozí souhlas ČNB¹⁸⁹ neměly být uveřejněny jiné, aktuálnější výsledky hospodaření než ty, ze kterých při oceňování znalec vychází. V takovém případě by se mělo datum ocenění posunout směrem k datu zveřejnění těchto výsledků.¹⁹⁰

Na rozdíl od vlastních zásad oceňování účastnických cenných papírů předestřených Metodikou ČNB, u data ocenění z této Metodiky tedy dle mého názoru vycházet nemůžeme. Bude tomu tak s ohledem na fakt, že v případě procesu *Squeeze-out* je hlavní akcionář osobou z

¹⁸⁶ IFRS 13 – Fair Value Measurement. IFRS Foundation. *IFRS 13 – Fair Value Measurement Measuring – Unquoted equity instruments within the scope of IFRS 9 Financial Instruments* [online]. IFRS Foundation, December 2012 [cit. 5.4.2017]. 56 s. Dostupné na <<http://www.ifrs.org/use-around-the-world/education/fvm/documents/educationfairvaluemeasurement.pdf>>

¹⁸⁷ ČNB. *Informace...*, s. 7

¹⁸⁸ ČNB ve své Metodice polemizuje nad tím, zda lze použít pojem *fair value* v situaci, kdy některý z požadavků této definice chybí. Pojem *fair value*, jak je definován v Mezinárodních standardech účetního výkaznictví však má sloužit právě pro případy, kdy jeden ze jmenovaných požadavků reálně chybí. Dle mého názoru se proto nejedná o polemiku správnou. ČNB však ve své Metodice vzápětí dochází jinými slovy ke stejnému závěru.

¹⁸⁹ Který je, jak již bylo uvedeno výše, při oceňování těchto účastnických cenných papírů obligatorní jak pro proces *Squeeze-out* tak *Sell-out*.

¹⁹⁰ ČNB. *Informace...*, s. 9-10

tohoto práva oprávněnou, kdežto v případě procesu *Sell-out* je osobou povinnou. Jelikož zákon nestanovuje žádnou lhůtu v rámci které musí hlavní akcionář učinit návrh na odkup účastnických cenných papírů je zde riziko, že se hlavní akcionář může pokusit v této době dočasně ovlivnit hodnotu společnosti a tím i hodnotu odkupovaných účastnických cenných papírů. Je zřejmé, že v procesu *Squeeze-out* takto může hlavní akcionář činit ještě před samotným započítáním procesu a proto by následující návrh *de lege ferenda* neměl valný význam. V případě procesu *Sell-out* by ale semknutí data ocenění s datem podání žádosti o odkup účastnických cenných papírů tomuto riziku do značné míry předcházelo a mohlo by být přínosem. Vzhledem k faktu, že zákon o obchodních korporacích nestanovuje přesné vymezení data, ke kterému mají být účastnické cenné papíry oceněny, kloním se k závěru, že by tímto dnem měl být den následující po dni doručení žádosti o odkup účastnických cenných papírů hlavnímu akcionáři.

De lege ferenda lze dle mého názoru konstruovat, vzhledem ke slabšímu postavení vlastníka účastnických cenných papírů,¹⁹¹ i pro něj výhodnější právní úpravu. V úvahu přichází konstrukce, kdy ocenění účastnických cenných papírů bude primárně vycházet z data žádosti vlastníka účastnických cenných papírů o jejich odkup, ovšem dojde-li v průběhu procesu *Sell-out* k výraznému zhodnocení těchto účastnických cenných papírů, měl by mít jejich vlastník možnost z tohoto zhodnocení profitovat, a ocenění by se tak mělo provést k tomuto pozdějšímu datu. Tato právní úprava by pak v neposlední řadě i motivovala hlavního akcionáře k urychlení celého procesu.

Co se týče materiálních náležitostí znaleckého posudku, lze v tomto ohledu vyjít z návrhu českého standardu pro oceňování podniku, který stanoví, že znalecký posudek musí být *“komplexní, úplný, vnitřně konzistentní, nezávislý a nestranný a opakovatelný”* a dále že *“Metody použité pro ocenění podniku musí respektovat požadavky kladené na znalecký posudek jako celek”, “[...] metody použité ve znaleckém posudku zvoleny důvodně a odůvodněně.”* a *“Údaje použité při sestavení znaleckého posudku musí vycházet z jednoznačně definovaných pramenů (nebo musí být výslovně uvedeno, že jde o odbady uvedených osob) a musí být transparentně užitý.”*^{192, 193} Jedná se o obecné náležitosti zakládající přezkoumatelnost znaleckého posudku. Jak již konstatoval Nejvyšší soud: *„Aby soud mohl znalecký posudek odpovědně hodnotit, nesmí se znalec omezit ve svém posudku na podání odborného závěru, nýbrž z jeho posudku musí mít soud možnost seznat, z kterých zjištění v posudku znalec vychází, jakou cestou k těmto zjištěním dospěl a na*

¹⁹¹ Vlastník účastnických cenných papírů se bude vůči hlavnímu akcionáři nacházet v postavení slabší strany a ochrana slabší strany je jedna ze stěžejních zásad účinného občanského zákoníku. Srov. § 3 odst. 2 písm. c) OZ.

¹⁹² Návrh českého standardu oceňování podniku. *Odbadce a oceňování majetku*, 2011, č. 3-4, s. 8

¹⁹³ Tyto požadavky jsou rovněž v souladu se zahraničními oceňovacími standardy, především Uniform Standards of Professional Appraisal Practice. Viz APPRAISAL STANDARDS BOARD. *Uniform standards of professional appraisal practice* [online]. The Appraisal Foundation, Effective January 1, 2016 through December 31, 2017 [cit. 17. 4. 2017]. 395 s. Dostupné na <[http://www.appraisertom.com/2016-17-eUSPAP+\(Final\)-bookmarks-retail.pdf](http://www.appraisertom.com/2016-17-eUSPAP+(Final)-bookmarks-retail.pdf)>

základě jakých úvah došel ke svému závěru. Závěry znaleckého posudku přitom nelze bez dalšího přebírat, ale je třeba v případě potřeby je ověřovat i jinými důkazy, a to zejména tehdy, jestliže mohou být pochybnosti o správnosti závěrů znaleckého posudku.“¹⁹⁴ Za splnění nadepsaných materiálních náležitostí znaleckého posudku pak již zvolení samotná metody oceňování účastnických cenných papírů závisí na uvážení znalce. I v tomto případě již rozhodoval Nejvyšší soud a konstatoval, že: “Volba metod ocenění při určování hodnoty podniku akciové společnosti pro účely určení výše přiměřeného protiplnění závisí na poměrech posuzované společnosti. Zásadně není možné paušálně (bez dalšího) určit, která z metod připadajících v úvahu je (obecně) pro stanovení hodnoty podniku vhodná. Nelze dospět k závěru, že výnosová metoda není vhodná proto, že je založena na finančním plánu, který znalci předkládá představenstvo společnosti. Určení hodnoty podniku společnosti, jež je obvykle základem pro stanovení výše přiměřeného protiplnění za jednu akcií společnosti, je otázkou skutkovou, k jejímuž posouzení jsou nezbytné odborné znalosti; součástí odborného posouzení znalce je přitom i zvolení jedné nebo více metod ocenění s ohledem na poměry dotčené společnosti.”¹⁹⁵ V této souvislosti je však třeba zmínit další důležité rozhodnutí Nejvyššího soudu, kde soud konstatoval, že závěry znaleckého posudky formulované znalcem nelze bez dalšího přebírat, ale naopak je třeba tyto závěry kriticky hodnotit. V případě, kdy se objeví pochybnosti o jejich správnosti, je nutné znalecký posudek doplnit dalšími důkazy.¹⁹⁶

Co do formálních náležitostí znaleckého posudku lze vyjít z obecných náležitostí stanovených zákonem o znalcích a tlumočnících a prováděcí vyhláškou.¹⁹⁷ Zvláštní formální náležitosti zákon o obchodních korporacích nestanovuje.

4.4. Akceptace návrhu vlastníkem účastnických cenných papírů

Po učinění návrhu hlavního akcionáře na odkup účastnických cenných papírů se jejich vlastník může sám rozhodnout zda protiplnění považuje za uspokojivé a svého práva na *fair exit* využije.¹⁹⁸ V odborné obci bývá polemizováno nad otázkou, zda snad vlastník účastnických cenných papírů po své žádosti o učinění návrhu na odkup jeho účastnických cenných papírů nemá povinnost tento návrh přijmout či zda dokonce tuto povinnost nemají i vlastníci

¹⁹⁴ Rozsudek Nejvyššího soudu ze dne 6. 8. 2009, sp. zn. 30 Cdo 352/2008

¹⁹⁵ Usnesení Nejvyššího soudu ze dne 19. 6. 2012, sp. zn. 29 Cdo 2214/2010

¹⁹⁶ Rozsudek Nejvyššího soudu ze dne 6. 1. 2010, sp. zn. 30 Cdo 5359/2007

¹⁹⁷ Zákon č. 36/1967 Sb., o znalcích a tlumočnících, ve znění pozdějších předpisů a vyhláška č. 37/1967 Sb., k provedení zákona o znalcích a tlumočnících.

¹⁹⁸ Není tedy povinen návrh hlavního akcionáře akceptovat. Srov. např. DOLEŽIL, Tomáš, LASÁK, Jan in LASÁK: *Zákon...*, s. 1742

účastnických cenných papírů, kteří vůbec odkup nepožadovali.¹⁹⁹ Nutno konstatovat, že takový výklad nejen že nemá oporu v zákoně, když zákon takovou povinnost nestanovuje,²⁰⁰ ale byl by i v zásadním rozporu se smyslem a účelem práva *Sell-out*, neboť by z osoby oprávněné, tedy nadané právem *Sell-out*, činil osobu z práva *Sell-out* povinnou. Tento závěr sice nahrává možnosti zneužití práva *Sell-out*, ale jak již bylo pojednáno výše, hlavní akcionář má pro případ zneužívání práv ze strany vlastníků účastnických cenných papírů hned několik prostředků ochrany.

Je zřejmé, že s učiněním veřejného návrhu smlouvy na odkup účastnických cenných papírů jsou spojeny nemalé administrativní náklady a případně i náklady na vyhotovení znaleckého posudku. Na tyto náklady je však nutno pohlížet jako na součást administrativního zajištění chodu společnosti a nelze je připisovat k tíži vlastníka účastnických cenných papírů. K tíži vlastníka účastnických cenných papírů půjdou pouze v případě, kdy by svým (domnělým) výkonem práva *Sell-out* sledoval jako hlavní záměr poškození společnosti, potažmo hlavního akcionáře. Nutno uzavřít, že v takovém případě by mohl hlavní akcionář mohl přistoupit k vytěsnění tohoto vlastníka účastnických cenných papírů a například vyhotovený znalecký posudek by tak přesto našel své uplatnění.

4.5. Převod vlastnického práva

Úprava procesu *Sell-out* neobsahuje zvláštní úpravu okamžiku převodu vlastnického práva k účastnickým cenným papírům.²⁰¹ Pro stanovení okamžiku převodu vlastnického práva k účastnickým cenným papírům na hlavního akcionáře tak budeme muset vyjít z obecné úpravy převodu vlastnického práva podle občanského zákoníku respektive z úpravy převodu akcií podle zákona o obchodních korporacích.

Hovoříme-li o akciích na jméno, které zákon o obchodních korporacích chápe jako cenný papír na řad,²⁰² či jiných účastnických cenných papírech vydaných ve formě na řad, pak k

¹⁹⁹ Např. ŠPAČKOVÁ, Michala. Právo *sell-out* z pohledu teorie a praxe. *Časopis pro právní vědu a praxi*, 2017, roč. 25, č. 1, s. 57. I zde však autorka dochází ke správnému závěru, že „na žadatele je nutné hledět jako na osobu oprávněnou, nikoliv povinnou” a tudíž že vlastník účastnických cenných papírů k akceptaci návrhu obecně povinen není.

²⁰⁰ S ohledem na jednu se základních právních zásad zakotvené i v článku 2 odst. 3 Listiny a to: „Každý může činit, co není zákonem zakázáno, a nikdo nesmí být nucen činit, co zákon neukládá”, je i nepřipustné takovou povinnost dovozovat.

²⁰¹ Na rozdíl od procesu *Squeeze-out*, kde zákon o obchodních korporacích výslovně stanoví okamžik přechodu vlastnického práva k účastnických cenným papírům ke kterému dojde „Uplynutím 1 měsíce od zveřejnění zápisu usnesení [o nuceném přechodu účastnických cenných papírů] do obchodního rejstříku podle § 384” (§ 385 ZOK). Tato úprava však v případě procesu *Sell-out* nelze použít ani analogicky, neboť předně o odkup svých účastnických cenných papírů nemusejí žádat všichni vlastníci a dále v případě procesu *Sell-out* o převodu vlastnického práva k účastnických cenným papírům nerozhoduje společnost ani hlavní akcionář, nýbrž sám jejich vlastník a to přijetím návrhu na odkup účastnických cenných papírů učiněným hlavním akcionářem. Žádné usnesení se tak do obchodního rejstříku neukládá.

²⁰² Srov. § 263 odst. 3 ZOK

jejich účinnému převodu bude zapotřebí primárně smlouva.²⁰³ Jak již bylo popsáno výše, zákon nestanoví pro převod účastnických cenných papírů žádnou zvláštní formu a postačí tak i forma ústní, případně lze akceptovat i konkludentní projev vůle.²⁰⁴ Další z náležitostí účinného převodu akcie na jméno rubopis splňující zákonné náležitosti.²⁰⁵ Poslední z náležitostí je převodu je pak samotné předání akcie. Vlastnické právo se pak převádí k okamžiku předání akcie. Zákon o obchodních korporacích pak stanoví zvláštní podmínku účinnosti převodu akcie na jméno vůči společnosti a to oznámení změny osoby akcionáře společnosti a předložení této rubopisované akcie.²⁰⁶ Mezi smluvními stranami potažmo pro třetí osoby je však převod účinný již předáním akcie.

Akcie na majitele chápe zákon o obchodních korporacích jako cenný papír na doručitele a povoluje je vydat pouze jako cenný papír zaknihovaný nebo imobilizovaný.²⁰⁷ Vlastnické právo k cennému papíru na doručitele se obecně převádí smlouvou k okamžiku jeho předání.²⁰⁸ V případě cenných papírů zaknihovaných respektive imobilizovaných však k nezbytné smlouvě přistupuje další nezbytná podmínka účinnosti převodu vlastnického práva a to zápis zaknihovaného respektive imobilizovaného cenného papíru na účet vlastníka.²⁰⁹ Vlastnické právo k zaknihovanému respektive imobilizovanému cennému papíru se pak nabyvá okamžikem tohoto zápisu. O předání zaknihovaného respektive imobilizovaného cenného papíru pak již z logiky věci nehovoříme. Stejně jako v případě akcií na jméno i zde zákon o obchodních korporacích stanovuje zvláštní podmínku účinnosti převodu akcie vůči společnosti a to prokázání změny osoby vlastníka akcie výpisem z účtu vlastníka nebo dnem doručení či převzetí výpisu z evidence emise akcií podle zákona upravujícího podnikání na kapitálovém trhu.²¹⁰ Nadepsané závěry lze samozřejmě vztáhnout i k zaknihovaným respektive imobilizovaným akciím na jméno.

²⁰³ § 1103 odst. 2 OZ

²⁰⁴ Náležitosti formy smlouvy o převodu akcie se již mnohokrát zabýval i Nejvyšší soud a došel shodně k nadepsaným závěrům. Srov. např. rozsudek Nejvyššího soudu ze dne 27. 4. 2005, sp. zn. 29 Odo 346/2004. Co do konkludentního projevu vůle pak rovněž Nejvyšší soud judikoval, že např. samotný rubopis lze chápat jako konkludentní projev vůle uzavřít smlouvu o převodu akcie. Srov. rozsudek Nejvyššího soudu ze dne 30. 9. 2009, sp. zn. 29 Cdo 494/2008.

²⁰⁵ Náležitosti rubopisu stanovuje primárně zákon č. 191/1950 Sb, směnečný a šekový, ve znění pozdějších předpisů. Zvláštní náležitost pak stanoví § 269 odst. 1 ZOK *in fine*, který vyžaduje jednoznačnou identifikaci nabyvatele.

²⁰⁶ § 269 odst. 2 ZOK

²⁰⁷ § 274 odst. 2 ZOK

²⁰⁸ § 1103 odst. 1 OZ

²⁰⁹ § 1104 odst. 1 a 3 OZ

²¹⁰ § 275 odst. 2 ZOK

4.6. Pasivita hlavního akcionáře

Pro případ porušení povinnosti hlavního akcionáře učinit veřejný návrh smlouvy na odkup účastnických cenných papírů opravňuje zákon o obchodních korporacích vlastníka účastnických cenných papírů k učinění vlastního návrhu.²¹¹ Hlavnímu akcionáři pak v takovém případě vzniká povinnost návrh přijmout. Stejně jako ve standardním případě, kdy návrh činí hlavní akcionář, i v tomto případě musí být nabídnuté protiplnění za odkup účastnických cenných papírů přiměřené. Zákon však již neukládá vlastníku účastnických cenných papírů povinnost dokládat přiměřené protiplnění znaleckým posudkem či předkládat návrh České národní bance. S ohledem na *ratio* práva *Sell-out* je třeba tuto skutečnost hodnotit pozitivně. Riziku navržení nepřiměřeného protiplnění ze strany vlastníka účastnických cenných papírů mohl hlavní akcionáře předejít vlastním návrhem a toto riziko jej zároveň mělo odradit od pasivity.

Na druhou stranu vlastník účastnických cenných papírů je k přiměřenému návrhu motivován skutečností, že v případě nepřijetí návrhu ze strany hlavního akcionáře se bude muset svého práva domáhat u soudu. V takovém případě bude soud posuzovat přiměřenost návrhu a vlastník účastnických cenných papírů se v případě nepřiměřenosti návrhu vystavuje riziku částečného neúspěchu ve věci. Tomuto riziku se může vlastník účastnických cenných papírů vyhnout, nechá-li určení výše přiměřeného protiplnění na soudu, aniž v žalobním petitu svou představu o výši přiměřeného protiplnění vůbec zformuluje.²¹² Nutno podotknout, že si soud v tomto ohledu bude muset vyžádat alespoň odborné vyjádření nebo znalecký posudek,²¹³ neboť se určení přiměřenosti protiplnění respektive hodnoty odkupovaných cenných papírů je otázkou skutkovou, k jejímuž posouzení jsou nezbytné odborné znalosti.²¹⁴ V souladu se zásadou úspěchu ve věci by pak sankcí pro vlastníka účastnických cenných papírů za tento nepřiměřený návrh byla povinnost náhrady části nákladů řízení.

4.7. Soudní vymáhání odkupu

Nebude-li návrh²¹⁵ vlastníka účastnických cenných papírů hlavním akcionáře přijat do 15 pracovních dnů, může se tento vlastník domáhat svého práva u soudu. Předchozí návrh

²¹¹ § 329 odst. 2 ZOK

²¹² Ve vztahu k procesu *Squeeze-out* tento závěr formuloval Nejvyšší soud. S ohledem na *teleos* institutu *Sell-out* mám za to, že tato judikatura je bez dalšího využitelná i pro proces *Sell-out*. Usnesení Nejvyššího soudu ze dne 16. 12. 2009, sp. zn. 29 Cdo 4712/2007

²¹³ Postupem dle § 127 OSŘ

²¹⁴ Usnesení Nejvyššího soudu ze dne 19. 6. 2012, sp. zn. 29 Cdo 2214/2010

²¹⁵ Srov. předchozí kapitolu.

vlastníka účastnických cenných papírů je třeba chápat jako věcně legitimační podmínku řízení.²¹⁶ Aktivně legitimován k žalobě bude vlastník účastnických cenných papírů, pasivně legitimován pak hlavní akcionář. Vlastník účastnických cenných papírů se svého práva bude domáhat specifickou formou žaloby na plnění, a to žalobou na nahrazení projevu vůle.²¹⁷ K uzavření smlouvy na odkup účastnických cenných papírů pak dojde na základě fikce prohlášení vůle hlavního akcionáře.²¹⁸ Ve výroku rozhodnutí soud stanoví výši přiměřeného protiplnění na jeden účastnický cenný papír.²¹⁹ Vlastník účastnických cenných papírů musí žalobu podat nejpozději ve lhůtě 6 měsíců ode dne, kdy byl jeho návrh na uzavření smlouvy o koupi účastnických cenných papírů doručen hlavnímu akcionáři.

²¹⁶ POKORNÁ, Jarmila in BĚLOHLÁVEK: *Komentář...*, s. 1436

²¹⁷ Ve vztahu k procesu *Squeeze-out* již několikrát shodně rozhodoval Nejvyšší soud. Tato judikatura je dle mého názoru opět beze zbytku využita i pro proces *Sell-out*. Srov. např. usnesení Nejvyššího soudu ze dne 16. 12. 2009, sp. zn. 29 Cdo 4712/2007.

²¹⁸ Srov. § 161 odst. 3 OSŘ

²¹⁹ Usnesení Nejvyššího soudu ze dne 16. 12. 2009, sp. zn. 29 Cdo 4712/2007

Závěr

Zavedení institutu *Sell-out* do českého právního řádu lze hodnotit jedinec pozitivně. Tento institut logicky navazuje na institut *Squeeze-out* a existence jednoho bez druhého zakládá nerovnost v právech jednotlivých společníků. Institut *Sell-out* umožňuje vlastníkovi účastnických cenných papírů opustit společnost v případě pro něj nepříznivého rozložení vlivu ve společnosti. Institut *Sell-out* má ochránit menšinového vlastníka účastnických cenných papírů před negativním vlivem hlavního akcionáře a má mu umožnit ochránit jeho investici do společnosti. Kladně lze hodnotit také skutečnost, že zákonodárce šel za požadavky Třinácté směrnice a zakotvil obecné, univerzální právo *Sell-out*, bez požadavku předchozí nabídky převzetí. Tento institut dává menšinovému vlastníkovi účastnických cenných papírů do ruky zákonný prostředek jak ve zdánlivě bezvýchodné situaci společnost opustit. Tím by jej měl také odradit od obstrukční činnosti, která může poškodit nejen hlavního akcionáře, ale také společnost samotnou.

Je zřejmé, že institut *Sell-out* zůstane vždy v pozadí institutu *Squeeze-out*, který bude využívám častěji. Snad i z tohoto důvodu zvolil zákonodárce poměrně nešťastné řešení v podobě velice vágní úpravy. Samotná úprava procesu *Sell-out* obsahuje jediný paragraf. Je logické a snad i vhodné, že co do přípustnosti procesu *Sell-out* zákonodárce odkazuje na úpravu institutu *Squeeze-out*. V případě samotného postupu při procesu *Sell-out* však zákonodárce odkazuje na ne příliš přílehavou úpravu povinného veřejného návrhu smlouvy. Úprava povinného veřejného návrhu smlouvy pak dále odkazuje do několika dalších částí zákona o obchodních korporacích. Celá úprava je tak velice nepřehledná, uživatelsky nepřívětivá a způsobuje výkladové problémy. Zákonodárce zde nevhodně upřednostnil stručnost před jasností a jednoznačností právní úpravy.

V první části práce byl vymezen institut *Sell-out*. Zhodnocen byl také původ tohoto institutu, opodstatnění a význam pro menšinové vlastníky účastnických cenných papírů. Ve druhé části je pak institut *Sell-out* vymezen vůči souvisejícím institutům. Ve třetí části byl proveden rozbor podmínek přípustnosti procesu *Sell-out*. Autor zde vedl polemiku nad stanovenou velikostí podílu většinového akcionáře, nezbytného pro přípustnost procesu. Nasnadě byla otázka, zda nebylo vhodnější hranici přípustnosti procesu navázat na v zákoně o obchodních korporacích již existující hranice velikosti podílu. Snížením velikosti podílu pod tyto hranice přichází účastník postupně o svůj vliv ve společnosti a také o svá jednotlivá kvalifikovaná práva. Nastíněna byla alternativní zahraniční úprava. Autor došel k závěru, že žádná z již existujících hranic není vhodná ke spojení s hranicí pro přípustnost procesu *Sell-out* a že zákonodárce správně konstruoval umělou hranici 90 %. Zhodnocen byl také dopad zákonodárcem užitého termínu “vlastník účastnických cenných papírů”, díky kterému může být právem *Sell-out* nadána i jiná osoba než akcionář.

Ve čtvrté části je proveden zevrubný rozbor realizace procesu *Sell-out* s důrazem na identifikaci výkladových problémů. Za problematickou byla shledána otázka promlčení práva *Sell-out*. Většina odborných publikací se této otázce zcela vyhýbá a nebo pouze stroze konstatuje, že právo *Sell-out* se nepromlčuje. Občanský zákoník výslovně stanoví, že majetková práva se promlčují až na výjimky stanové zákonem. Jelikož zákon žádnou takovou výjimku v případě procesu *Sell-out* nestanoví, může se zdát, že právo *Sell-out* by se mělo promlčovat. Autor provedl poměrování jednotlivých výkladových metod a s využitím objektivně teleologického výkladu a *analogie legis* došel k závěru, že právo *Sell-out* se nepromlčuje.

Za další výkladový problém byla identifikována otázka četnosti žádostí vlastníka účastnických cenných papírů o učinění návrhu na odkup účastnických cenných papírů. V odborné obci nepanuje shoda v otázce, zda práva *Sell-out* může vlastník účastnických cenných papírů využít pouze jednou či zda jej může využívat opakovaně. Nutno konstatovat, že pro prvně zmíněný závěr neexistuje opora v zákoně a takový závěr by byl také v rozporu se smyslem a účelem institutem *Sell-out*. Autor tak dochází k závěru, že vlastník účastnických cenných papírů může žádost podávat opakovaně, nikdy však primárně za účelem poškození hlavního akcionáře respektive společnosti samotné.

Autor se věnoval také otázce formy návrhu na odkup účastnických cenných papírů respektive kupní smlouvy samotné. Zákon o obchodních korporacích v této otázce odkazuje na úpravu svolávání valné hromady. Tato úprava má však jiné *ratio* než institut *Sell-out*. Byl proveden rozbor úpravy způsobu svolávání valné hromady podle zákona o obchodních korporacích a využitelnost této úpravy pro proces *Sell-out*. Autor došel k závěru, že v případě procesu *Sell-out* není nezbytné bezpodmínečně trvat na písemné formě návrhu respektive kupní smlouvy samotné. V souladu se zásadou neformálnosti právního jednání, jednou ze stěžejních zásad nového občanského zákoníku, má autor za to, že postačí prostá ústní forma.

Konečně byl v práci proveden také rozbor určování výše protiplnění při odkupu účastnických cenných papírů. Tento rozbor byl prováděn výhradně z hlediska právního. Co do ekonomické stránky oceňování účastnických cenných papírů bylo odkázáno na relevantní literaturu. Reflektována byla dostupná judikatura k určování výše protiplnění v případě souvisejícího procesu *Squeeze-out* a autor hodnotil její využitelnost pro proces *Sell-out*.

Seznam použitých zdrojů

Monografie

- (1) BĚLOHLÁVEK, Alexander J. a kol. *Komentář ke zákonu o obchodních korporacích*. Plzeň: Aleš Čeněk, 2013. 2733 s.
- (2) CALKOEN, Willem, J. L. a kol. *Securities World: Jurisdictional Comparisons, European Lawyer reference*. 3. rd., London: Sweet & Maxwell, 2011, s. 52.
- (3) ČERNÁ, Stanislava a kol. *Právo obchodních korporací*. Praha: Wolters Kluwer, 2015. s. 213.
- (4) DĚDIČ, Jan a kol.. *Akciové společnosti*. 7. přepracované vydání. Praha: C. H. Beck, 2012. s. 307.
- (5) HAVEL, Bohumil, SMOLÍKOVÁ, Kateřina. *Zákon o obchodních korporacích s aktualizovanou důvodovou zprávou*. Podle stavu k 1. 4. 2012. Ostrava: Sagit, 2012, s. 52.
- (6) KALOUDA, František. *Finanční řízení podniku*. 2. rozšířené vydání. Plzeň: Aleš Čeněk, 2011. s. 252.
- (7) KUHN, Petr a kol. *Zákon o přeměnách obchodních společností a družstev. Komentář*. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2010, s. 1202.
- (8) POKORNÁ, Jarmila a kol. *Obchodní zákoník: komentář*. 1. vydání. Praha: Wolters Kluwer, 2009, s. 1079.
- (9) POKORNÁ, Jarmila a kol. *Obchodní společnosti a družstva*. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2014, s. 284.
- (10) SYNEK, Miloslav. *Podniková ekonomika*. 5. přepracované a doplněné vydání. Praha: C. H. Beck, 2010, s. 63.
- (11) ŠTENGLOVÁ, Ivana a kol. *Zákon o obchodních korporacích. Komentář*. Praha: C. H. Beck, 2013, s. 599.
- (12) KRAAKMAN, Reinier. *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*. 2 vydání. Oxford University Press, 2009, s. 264.
- (13) KRABEC, Tomáš. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. 1. vydání. Praha: Grada Publishing, 2009, s. 132.
- (14) LASÁK, Jan a kol. *Zákon o obchodních korporacích. Komentář. II. díl*. Praha: Wolters Kluwer, 2014, s. 1742.

- (15) MELZER, F. a kol. *Občanský zákoník – velký komentář. Svazek III. § 419-654*. Praha: Leges, 2014, s. 558.
- (16) MELZER, Filip. *Metodologie nalézáni práva*. 2. vydání. Praha: C. H. Beck, 2011, s. 296.
- (17) ZIMA, Petr. *Oceňování podniků v právní praxi*. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2016, s. 139.

Odborné články

- (1) ČECH, Petr. K (četným) problémům právní úpravy výkupu účastnických cenných papírů (squeeze-out). *Právní rozhledy*, 2005, č. 18 s. 651.
- (2) DAVIES, Paul. L. The Notion of Equality in European Take-over Regulation [online]. *Working Paper Series*. 2002, s. 10 [cit. 4. 1. 2017]. Dostupné na <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=305979>
- (3) ELIÁŠ, Karel. Mala herba cito crescit. *Bulletin advokacie*, 2000, roč. 16, č. 5, s. 10.
- (4) GOERGEN, Marc, MARTYNOVA Marina, RENNEBOOG, Luc: Corporate Governance Convergence. Evidence from Takeover Regulation. *Oxf Rev Econ Policy*, 2005, č. 33.
- (5) HAVEL, Bohumil. Squeeze-out. Protiústavní nebo legitimní nástroj změny vlastnické struktury akciové společnosti? *Právní rozhledy*, 2004, č. 21, s. 773.
- (6) HAVEL, Bohumil, DOLEŽIL, Tomáš. A zase ten squeeze-out. Úvahy nad interpretací § 183i a násl. ObchZ. *Právní rozhledy*, 2005, č. 17, s. 633.
- (7) HAVEL, Bohumil, PIHERA, Vlastimil. *Zákon o nabídkách převzetí*. 1. vydání, Praha: C. H. Beck, 2009, 271 s.
- (8) HERDOVÁ Eva, ZRZAVECKÝ, Jan. *Squeeze-out pravý nebo nepravý* [online]. epravo.cz, 1. 4. 2011 [cit. 3. 1. 2017]. Dostupné na <<https://www.epravo.cz/top/clanky/squeeze-out-pravy-nebo-nepravy-72530.html>>
- (9) NACHTIGAL, Tomáš. Oceňování akcií při squeeze-out. *Bulletin advokacie*, 2008, č.11, s. 30.
- (10) Návrh českého standardu oceňování podniku. *Odbadce a oceňování majetku*, 2011, č. 3-4, s. 8.
- (11) ŠPAČKOVÁ, Michala. Právo sell-out z pohledu teorie a praxe. *Časopis pro právní vědu a praxi*, 2017, roč. 25, č. 1, s. 57.
- (12) ŠPAČKOVÁ, Michala. Smluvní možnosti limitace práva squeeze-out. *Obchodněprávní revue*, 2017, č. 1, s. 1.
- (13) UZSÁK, Martin. Co se o squeeze-out(u) nepíše. *Bulletin advokacie*, 2007, č. 3, s. 15.
- (14) UZSÁK, Martin. Co se o squeeze-out(u) nepíše (2. část). *Bulletin advokacie*, 2007, č. 4, s. 30.

- (15) ZIMA, Petr. Squeeze-out a Spruchverfahren. *Právní rozhledy*, 2005, č. 1, s. 27.
- (16) ZIMA, Petr. Právo výkupu po x-té a nikoliv naposledy. *Právní rozhledy*, 2006, č. 19, s. 705.
- (17) ZIMA, Petr. Oceňování při squeeze-out. *Právní rozhledy*. 2011, č. 8, s. 268.
- (18) ZIMA, Petr. Freeze-out. *Právní rozhledy*, 2012, roč. 20. s. 710.

Právní předpisy

- (1) Sdělení federálního ministerstva zahraničních věcí č. 209/1992 Sb., o sjednání Úmluvy o ochraně lidských práv a základních svobod a Protokolů na tuto Úmluvu navazujících
- (2) Usnesení předsednictva České národní rady č. 2/1993 Sb., o vyhlášení LISTINY ZÁKLADNÍCH PRÁV A SVOBOD jako součásti ústavního pořádku České republiky, ve znění pozdějších předpisů
- (3) Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/25/ES ze dne 21. 4. 2004 o nabídkách převzetí
- (4) Zákon č. 36/1967 Sb., zákon o znalcích a tlumočnících, ve znění pozdějších předpisů
- (5) Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, ve znění pozdějších předpisů
- (6) Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích), ve znění pozdějších předpisů
- (7) Zákon č. 99/1963 Sb., občanský soudní řád, ve znění pozdějších předpisů
- (8) Zákon č. 104/2008 Sb., o nabídkách převzetí a o změně některých dalších zákonů (zákon o nabídkách převzetí), ve znění pozdějších předpisů
- (9) Zákon č. 125/2008 Sb., o přeměnách obchodních společností a družstev, ve znění pozdějších předpisů
- (10) Zákon č. 133/2000 Sb., zákon o evidenci obyvatel a rodných číslech a o změně některých zákonů (zákon o evidenci obyvatel), ve znění pozdějších předpisů
- (11) Zákon č. 191/1950 Sb., směnečný a šekový, ve znění pozdějších předpisů
- (12) Zákon č. 304/2013 Sb., o veřejných rejstřících právnických a fyzických osob, ve znění pozdějších předpisů
- (13) Zákon č. 512/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů
- (14) Zákon č. 591/1992 Sb., zákon České národní rady o cenných papírech, ve znění pozdějších předpisů

- (15) Vyhláška č. 37/1967 Sb., vyhláška ministerstva spravedlnosti k provedení zákona o znalcích a tlumočnících, ve znění pozdějších předpisů

Judikatura

- (1) Nález Ústavního soudu ze dne 27. 3. 2008, sp. zn. PL. ÚS 56/05
- (2) Nález Ústavního soudu ze dne 12. 2. 2009, sp. zn. III. ÚS 989/08
- (3) Rozsudek Nejvyššího soudu ze dne 27. 4. 2005, sp. zn. 29 Odo 346/2004
- (4) Rozsudek Nejvyššího soudu ze dne 6. 8. 2009, sp. zn. 30 Cdo 352/2008
- (5) Rozsudek Nejvyššího soudu ze dne 30. 9. 2009, sp. zn. 29 Cdo 494/2008
- (6) Rozsudek Nejvyššího soudu ze dne 6. 1. 2010, sp. zn. 30 Cdo 5359/2007
- (7) Usnesení Nejvyššího soudu ze dne 19. 4. 2000, sp. zn. 32 Cdo 2826/99
- (8) Usnesení Nejvyššího soudu ze dne 16. 12. 2009, sp. zn. 29 Cdo 4712/2007
- (9) Usnesení Nejvyššího soudu ze dne 19. 6. 2012, sp. zn. 29 Cdo 2214/2010
- (10) Usnesení Nejvyššího soudu ze dne 24. 10. 2012, sp. zn. 29 Cdo 4946/2010
- (11) Usnesení Ústavního soudu ze dne 1. 4. 2014, sp. zn. I. ÚS 162/13
- (12) Rozsudek Vrchního soudu v Praze ze dne 11. 6. 2010, sp. zn. 7 Cmo 447/2009
- (13) Usnesení Vrchního soudu v Praze ze dne 29. 2. 2008, sp. zn. 7 Cmo 503/2007

Ostatní zdroje

- (1) ČNB. *Informace ČNB ke oceňování účastnických cenných papírů pro účely povinných nabídek převzetí, veřejných návrhů smlouvy a vyřešení* [online]. cnb.cz, verze 1.1 ze dne 22.9.2014 [cit. 4.1.2017]. 16 s. Dostupné na <https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_finan_cni_trh/legislativni_zakladna/emise_evidence_cp_nabidky_prevzeti_vytesneni/download/metodika_oce_20100816.pdf>
- (2) Vláda: Důvodová zpráva k zákonu č. 125/2008 Sb. o přeměnách obchodních společností a družstev, č. 125/2008 Dz.
- (3) Vláda: Důvodová zpráva k zákonu č. 104/2008 Sb. o nabídkách převzetí a o změně některých dalších zákonů (zákon o nabídkách převzetí), č. 104/2008 Dz.
- (4) IFRS 13 – Fair Value Measurement. IFRS Foundation. *IFRS 13 – Fair Value Measurement Measuring – Unquoted equity instruments within the scope of IFRS 9 Financial Instruments* [online].

- IFRS Foundation, December 2012 [cit. 5. 4. 2017]. 56 s. Dostupné na <<http://www.ifrs.org/use-around-the-world/education/fvm/documents/educationfairvaluemeasurement.pdf>>
- (5) APPRAISAL STANDARDS BOARD. *Uniform standards of professional appraisal practice* [online]. The Appraisal Foundation, Effective January 1, 2016 through December 31, 2017 [cit. 17. 4. 2017]. 395 s. Dostupné na <[http://www.appraisertom.com/2016-17-eUSPAP+\(Final\)-bookmarks-retail.pdf](http://www.appraisertom.com/2016-17-eUSPAP+(Final)-bookmarks-retail.pdf)>
- (6) *The European Model Company Act (EMCA) Draft 2015* [online]. 2015 [cit. 8. 5. 2017] 431 s. Dostupné na: <<http://www.commerciallaw.com.ua/attachments/article/96/Final%20Draft%20EMCA%20Code.pdf>>
- (7) VANDERELST, Christoph, VANDENSTEEN, Lientje. Opportunities in the M&A aftermarket: squeezing out and selling out. *Universiteit Gent Financial Law Institute Working Paper* [online]. 2006, č. 12, [cit. 4. 2. 2017]. 57 s. Dostupné na: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=933609>
- (8) GARNAC, Martin. *Evidence vytěsnění akcionářů* [online]. IN-SERVER.CZ, 2017 [cit. 20. 6. 2017]. Dostupné na <<https://www.in-server.cz/vytesneni-akcionaruv/>>
- (9) COATES, John. *Fair Value as an Avoidable Rule of Corporate Law: Minority Discounts in Conflict Transactions* [online]. dash.harvard.edu, červen 1999 [cit. 4. 3. 2016]. Dostupné na <<http://nrs.harvard.edu/urn-3:HUL.InstRepos:12942308>>
- (10) EXPERTNÍ SKUPINA KOMISE PRO APLIKACI NOVÉ CIVILNÍ LEGISLATIVY PŘI MINISTERSTVU SPRAVEDLNOSTI ČESKÉ REPUBLIKY. *90/2012 Coll. ACT of 25 January 2012 on Commercial Companies and Cooperatives (Business Corporations Act)* [online]. justice.cz, 2015 [cit. 5. 1. 2017]. Dostupné na <<http://obcanskyzakonik.justice.cz/images/pdf/Business-Corporations-Act.pdf>>

Abstrakt a klíčová slova

Název práce

Sell-out

Podnázev

Právo odkupu v akciových společnostech

Abstrakt

Diplomová práce na téma *Sell-out* zevrubně rozebírá tzv. právo odkupu podle § 395 zákona o obchodních korporacích. Tento institut obchodního práva byl do českého právního řádu zaveden teprve s účinností zákona o obchodních korporacích k 1. 1. 2014 a dosud tak byl zřídka využit. Autor se pokouší překlenout výkladové nejasnosti způsobené kusou právní úpravou a novostí institutu v českém právním prostředí. První část práce je věnována vymezení institutu *Sell-out*, jeho původu, opodstatnění, významu pro menšinové vlastníky účastnických cenných papírů a důsledkům pro hlavního akcionáře. Ve druhé části jsou popsány instituty související s institutem *Sell-out*. Třetí část je věnována podmínkám přípustnosti procesu *Sell-out*. Ve čtvrté části je pak chronologicky rozebrán samotný postup při procesu *Sell-out*. Autor v této části identifikuje jednotlivé výkladové nejasnosti, rozebírá je a činí vlastní závěry. Reflektována je dostupná judikatura týkající se institutu *Squeeze-out*, u které autor hodnotí její využitelnost pro institut *Sell-out*.

Klíčová slova

sell-out; právo odkupu; squeeze-out; nucený přechod účastnických cenných papírů; akcionář; hlavní akcionář; vlastník účastnických cenných papírů; akciová společnost; zákon o obchodních korporacích

Statistické údaje o práci*

Počet stran:	43
Počet slov:	17 053
Počet znaků včetně mezer:	115 125
Počet poznámek pod čarou:	219
Počet citovaných zdrojů:	73

*) V souladu s článkem 8 směrnice děkanky š. 2/2010, kterou se stanoví náležitosti kvalifikačních prací na Právnické fakultě Univerzity Palackého v Olomouci, je rozsah práce určen počtem znaků včetně mezer. Do rozsahu textu se započítává hlavní text práce včetně poznámek pod čarou. Titulní strana, prohlášení o původnosti textu, obsah, seznam použitých zdrojů a shrnutí se do konečného počtu znaků nezapočítává.

Abstract and keywords

Title

Sell-out

Subtitle

Right to sell in joint-stock companies

Abstract

The Master's thesis on *Sell-out* deals with the so-called right to sell according to § 395 of the Business Corporations Act. This institute of the commercial law was introduced into the Czech legal system only with the effect of the Business Corporations Act as of 1. 1. 2014 and thus has only been used rarely so far. The author attempts to bridge the interpretation ambiguities caused by an vague legislation and the novelty of this institute in the Czech legal system. The first part of the thesis is devoted to the definition of the *Sell-out* institute, its origins, justifications, importance for the minority owners of participating securities and the consequences for the principal shareholder. The second part describes the institutes related to the *Sell-out* institute. The third part is devoted to the conditions of admissibility of the *Sell-out* process. The fourth part breaks down the *Sell-out* process itself in a chronological order. In this section, the author identifies various ambiguities in the interpretation, analyses them and draws his own conclusions. The thesis consults available case laws on the *Squeeze-out* institute and the author evaluates its usability for the *Sell-out* institute.

Keywords

sell-out; right to sell; squeeze-out; forced passage of participating securities; shareholder; principal shareholder; owner of participating securities; joint-stock company; business corporations act

Statistical data about the thesis*

Number of pages:	43
Number of words:	17 053
Number of characters with spaces:	115 125
Number of footnotes:	219
Number of cited sources:	73

*) In accordance with Article 8 of the Dean's directive No. 2/2010, which sets out the requirements for qualification works at the Faculty of Law of the Palacky University in Olomouc, the scope of work is determined by the number of characters including spaces. Into the scope of work is the main text of the work including footnotes counted. The title page, the originality statement, the content, the list of sources used, and the summary are not counted in the final character count.