

Univerzita Palackého v Olomouci  
Právnická fakulta

**Martin Dvořák**

**Vybrané otázky nuceného přechodu účastnických cenných papírů**

Diplomová práce

Olomouc 2022

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci na téma „Vybrané otázky nuceného přechodu účastnických cenných papírů“ vypracoval samostatně a citoval jsem všechny použité zdroje.

Ve Znojmě dne 12.5. 2022

.....  
Martin Dvořák

## Obsah

<b>ÚVOD</b> .....	<b>5</b>
<b>1. ÚČASTNICKÉ CENNÉ PAPÍRY</b> .....	<b>8</b>
1.1. POJEM.....	8
1.1.1. Akcie.....	9
1.1.2. Zatímní listy.....	10
1.1.3. Vyměnitelné a prioritní dluhopisy .....	10
1.1.4. Opční listy .....	11
<b>2. POSTAVENÍ HLAVNÍHO AKCIONÁŘE</b> .....	<b>13</b>
2.1. POJEM.....	13
2.2. KONÁNÍ VALNÉ HROMADY ZA ÚČELEM SQUEEZE-OUTU.....	15
<b>3. PŘIMĚŘENÉ PROTIPLNĚNÍ</b> .....	<b>17</b>
3.1. OTÁZKA VÝBĚRU SOUDNÍHO ZNALCE .....	17
3.2. NÁVRH DE LEGE FERENDA .....	18
3.3. STANOVENÍ VÝŠE PŘIMĚŘENÉHO PROTIPLNĚNÍ .....	19
3.3.1. Diskont za minoritní podíl.....	24
3.3.2. Diskont za omezenou obchodovatelnost.....	25
3.3.3. Přirážka za malou společnost .....	26
3.3.4. Judikatura státu Delaware.....	29
3.4. VÝPLATA PŘIMĚŘENÉHO PROTIPLNĚNÍ .....	30
3.4.1. Přejedání vlastnického práva k účastnickým cenným papírům. ....	31
<b>4. PRÁVO NA DOROVNÁNÍ</b> .....	<b>33</b>
4.1. REALIZACE PRÁVA NA DOROVNÁNÍ .....	34
4.1.1. Uplatnění práva na dorovnání u hlavního akcionáře.....	34
4.1.2. Uplatnění práva na dorovnání u soudu.....	36
<b>5. ZÁVĚR</b> .....	<b>38</b>
<b>6. SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ:</b> .....	<b>40</b>
6.1. PRÁVNÍ PŘEDPISY .....	40
6.2. KOMENTÁŘE.....	40
6.3. MONOGRAFIE .....	40
6.4. JUDIKATURA.....	41
6.5. ODBORNÉ ČLÁNKY .....	42
6.6. OSTATNÍ.....	42
<b>7. ABSTRAKT</b> .....	<b>43</b>
<b>8. KLÍČOVÁ SLOVA</b> .....	<b>43</b>
<b>9. ABSTRACT</b> .....	<b>43</b>
<b>10. KEY WORDS</b> .....	<b>44</b>

Poděkování:

Na tomto místě bych rád poděkoval panu JUDr. Janu Lasákovi, Ph.D., LL.M. za odborné vedení mé diplomové práce, cenné rady a připomínky a vstřícný přístup nejen při psaní této práce, ale i v průběhu studia.

## Seznam použitých zkratek

ZOK	zákon. č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích, ve znění pozdějších předpisů
OSŘ	zákon. č. 99/1963 Sb., občanský soudní řád, ve znění pozdějších předpisů
ObchZ	zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, v posledním platném znění
ZD	Zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech, ve znění pozdějších předpisů
NS	Nejvyšší soud České republiky
ÚS	Ústavní soud České republiky
Směrnice	Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/25/ES ze dne 21. dubna 2004 o nabídkách převzetí (Třináctá směrnice)

## Úvod

Právní institut nuceného přechodu účastnických cenných papírů, neboli tzv. pravý squeeze-out, se do českého právního řádu dostal novelou obchodního zákoníku<sup>1</sup> ze dne 3. června 2005, a to v reakci na tzv. třináctou směrnici o nabídkách převzetí 2004/25/EC Parlamentu a Rady EU ze dne 21. 4. 2004 a již od počátku vyvolávala implementace řadu otázek a pochybností. Institut nuceného přechodu účastnických cenných papírů totiž představuje do značné míry výjimku z principu rovného zacházení se všemi akcionáři, jenž je jedním ze stěžejních principů celého obchodního práva.<sup>2</sup> Nejspíš proto čelil squeeze-out v diskuzi odborné veřejnosti kritice ohledně možného rozporu s ústavním pořádkem. Eskalací této nejasnosti byl návrh skupiny senátorů na zrušení tehdejší právní úpravy squeeze-outu Ústavnímu soudu. Ústavní soud se musel vypořádat s otázkou koncepčního pojetí squeeze-outu a svým nálezem ze dne 27. března 2008, sp. zn. Pl. ÚS 56/05 zamítl návrh skupiny senátorů na zrušení části zákona a definitivně tak utvrdil pozici předmětného institutu v českém právním řádu. Ústavní soud v tomto nálezu konstatuje, že přezkoumávaný institut může být nástrojem zásahu do základních práv minoritních akcionářů, ale nelze bagatelně tvrdit, že je institut jako takový protiústavní. Ústavní soud nicméně ve stejném nálezu konstatoval, že v rámci procesu vytěsnění minoritních akcionářů musí být ochraně práv těchto akcionářů věnována zvýšená pozornost a vždy musí být splněny všechny podmínky, které k ochraně menšinových společníků stanovuje zákon, nebo vyplývají z judikatury vyšších soudů.<sup>3</sup> Z tohoto závěru jasně plyne rizikovost daného instrumentu a nutnost věnovat zvýšenou pozornost nástrojům obrany menšinových akcionářů.

Vzhledem k výše zmíněnému se nelze divit, že zákonná podoba tohoto institutu v průběhu let prošla celou řadou změn s tím, že dosud poslední takovou byla novela zákona č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech ( dále jen „zákon o obchodních korporacích“ nebo „ZOK“), jenž nabyla účinnosti k 1. 1. 2021. Úvodem práce by bylo vhodné zmínit, že vzhledem k rozsahu diplomové práce není cílem této práce komplexní zhodnocení celého institutu. Práce je zaměřena především na výklad otázek, které přinesla praxe ve světle dosavadní judikatury, a to zejména v otázce adekvátnosti přiměřeného protiplnění, které mají

---

<sup>1</sup> Zákon č. 216/2005 Sb., kterým se mění zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů, zákon č. 99/1963 Sb., občanský soudní řád, ve znění pozdějších předpisů, zákon č. 189/1994 Sb., o vyšších soudních úřednících, a zákon č. 358/1992 Sb., o notářích a jejich činnosti (notářský řád), ve znění pozdějších předpisů.

<sup>2</sup> ŠPAČKOVÁ, Michala. Zásada rovného zacházení se všemi akcionáři. *Obchodněprávní revue*, 2016, č. 1, s. 1

<sup>3</sup> Nález Ústavního soudu ze dne 27. března 2008, sp. zn. Pl. ÚS 56/05

menšinoví akcionáři v rámci procesu vytěsnění obdržet a zhodnocení možností ochrany minoritních akcionářů. Cílem této práce je sumarizovat nejzásadnější judikatorní podmínky, které musí být pro nucený přechod účastnických cenných papírů splněny.

Některé evropské státy, jejichž právní řády nezdávka bývají inspirací českému zákonodárci umožňují aplikace squeeze-outu i pro jiné obchodní korporace, které nemají povahu akciové společnosti. Zpravidla se jedná o korporace kapitálového typu, pro které je charakteristický volnější vztah společníka vůči společnosti, založený možnou neexistencí osobní účasti společníka na podnikání společnosti. Příkladem může být možnost squeeze-outu rakouského ekvivalentu společnosti s ručením omezeným, či německé komanditní společnosti na akcie.<sup>4</sup> V českém právním prostředí je aplikační prostor práva squeeze-outu ve smyslu § 375 ZOK omezen pouze na akciové společnosti. Pro zjednodušení vlastnické struktury ostatních obchodních společností připadá v úvahu institut převodu jmění na společníka (tzv. nepravý squeeze-out) ve smyslu § 337 zákona č. 125/2008 Sb., o přeměnách obchodních společností a družstev.<sup>5</sup> Vzhledem současné k legální koncepci a možnosti aplikace předmětného institutu je práce zaměřena na otázky ohledně squeeze-outu v pravém slova smyslu, tedy na otázky spojené s procesem vytěsnění minoritních společníků v akciové společnosti.<sup>6</sup>

---

<sup>4</sup> ŠPAČKOVÁ, Michala. *Vybrané problémy právní úpravy squeeze-outu*. Disertační práce. [online]. Brno: Masarykova univerzita, Právnická fakulta, 2018, s.17, Dostupné na: <https://theses.cz/id/dd63f6/>

<sup>5</sup> Tento starší právní institut se předpoklady uplatnění podobá pravému squeeze-outu dle ZOK, ale dochází při jeho aplikaci ke zrušení původní společnosti bez likvidace, v rámci pravého squeeze-outu nedochází ke zrušení původní společnosti, pouze ke změně akcionářské struktury.

<sup>6</sup> Nicméně vzhledem k jisté podobnosti tzv. pravého squeeze-outu a tzv. nepravého squeeze-outu, kterou lze spatřovat v nedobrovolnosti zániku účasti minoritních společníků ve společnosti lze mít za to, že závěry ohledně podmínek pro určení přiměřeného protiplnění, které judikatura vyšších soudů dovodila v rámci pravého squeeze-outu, bude možné aplikovat rovněž při určování výše přiměřeného protiplnění v rámci nepravého squeeze-outu (viz níže).

# 1. Účastnické cenné papíry

## 1.1. Pojem

Ustanovení § 375 ZOK operuje s termínem účastnický cenný papír. Tento neurčitý právní pojem je základním stavebním kamenem celého institutu. Obecnou definici cenného papíru nalezneme v § 514 NOZ, jenž říká, že cenný papír je listina<sup>7</sup>, se kterou je právo spojeno takovým způsobem, že po vydání cenného papíru nelze předmětné právo bez této listiny uplatnit ani převést. V obecné rovině můžeme cenný papír chápat jako ztělesnění nějakého práva vlastníka cenného papíru vůči tomu, kdo takový cenný papír vystavil. Navazujícím pojmem je potom účastnický cenný papír a v zákoně o obchodních korporacích najdeme legální definici termínu účastnické cenné papíry v § 245. Toto ustanovení říká, že účastnickými cennými papíry jsou cenné papíry a zaknihované cenné papíry emitované společnostmi, se kterými je spojen podíl na základním kapitálu, nebo hlasovacích právech v této společnosti, a dále cenné papíry a zaknihované cenné papíry vydané společnostmi, se kterými je spojeno právo takové cenné papíry nebo zaknihované cenné papíry získat. V zákoně absentuje výčet takových cenných papírů, ale vzhledem k legální definici lze za účastnické cenné papíry považovat akcie, zatímní listy, vyměnitelné a prioritní dluhopisy a opční listy. V některých pramenech se setkáváme s názorem, že pro svoji povahu lze za účastnické cenné papíry považovat rovněž neztělesněné akcie<sup>8</sup>. Takto formulovaný závěr nepovažuji za vhodný, neboť nesplacená, či nevydaná akcie pouze zakládá závazek upisovatele akcie vůči akciové společnosti, ale z logiky věci nemůže být cenným papírem.<sup>9</sup> V takovém případě není žádné právo vtěleno do listiny bez které jej nelze uplatnit ani převést a o cenném papíru nemůže být řeč. Jinou otázkou je, zda by měly neztělesněné akcie podléhat stejnému režimu jako účastnické cenné papíry v rámci nuceného přechodu účastnických cenných papírů ve smyslu § 375 ZOK. Pro účely této práce rozumíme pod pojmem neztělesněné akcie případy, kdy je akcie splacená, tedy její upisovatel již splatil emisní kurz, ale společnost dosud akcie nevydala a stejně tak případy, kdy upisovatel svoji povinnost splatit emisní kurz nesplnil. Odpověď na první zmíněnou variantu lze analogicky vyvodit z Usnesení Nejvyššího soudu ze dne 23. 2. 2011, sp. zn. 29 Cdo 4946/2009, ve kterém Nejvyšší soud judikatorně vyřešil otázku převodu nevydaných akcií v době, kdy takový převod nebyl zákonem upraven. Nejvyšší soud v tomto rozhodnutí říká, že: „[...]osoba,

<sup>7</sup> Listinou rozumíme jakýkoliv hmotný substrát, na němž je zachycen určitý písemný projev vůle.

<sup>8</sup> DVOŘÁK, Tomáš. *Akciová společnost*. 1. vydání. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2016, s. 141.

<sup>9</sup> Shodně ŠUK, Petr. In ŠTENGLOVÁ, Ivana, HAVEL, Bohumil, CILEČEK, Filip, KUHN, Petr, ŠUK, Petr. *Zákon o obchodních korporacích*. 3. vydání. Praha: C. H. Beck, 2020, s. 599 - 604



*kteřá se podílí na základním kapitálu společnosti, oprávněna vykonávat práva akcionáře jako společníka, i když společnost dosud nevydala akcie nebo zatímní listy, a to ode dne zápisu základního kapitálu, na němž se podílí, do obchodního rejstříku. Není pochyb o tom, že mezi práva akcionáře patří i právo převést svůj podíl na akciové společnosti. Vyдалa-li akciová společnost akcie, představuje podíl akcionáře na společnosti akcie, se kterou jsou spojena práva akcionáře jako společníka a společník převádí svůj podíl na společnosti převodem akcie.“* Předmětný judikát řešil pouze otázku převodu nevydané, ovšem splacené akcie a byl překonán novou právní úpravou, kdy zákonodárce ustanovil možnost smluvního převodu splacené i nesplacené akcie. Na základě argumentu a fortiori, konkrétně jeho podoby a minori ad maius se domnívám, že pokud je možný smluvní převod nesplacené a tím pádem i nevydané akcie, tím spíše by měla na takovou akcii dopadat právní úprava nuceného přechodu účastnických cenných papírů, v opačném případě by mohl být minoritní akcionář motivován k nesplacení emisního kurzu a taková skutečnost by zakládala překážku pro přechod jeho akcií v rámci squeeze-outu a v neposlední řadě by znamenala porušení jeho povinnosti vůči společnosti. Dle I. Štenglové by se úprava účastnických cenných papírů pro účely squeeze-outu měla vztahovat rovněž na samostatně převoditelné právo na upisování akcií a prioritních a vyměnitelných dluhopisů, jenž lze v souladu s § 282 ZOK samostatně zapsat do evidence zaknihovaných cenných papírů.<sup>10</sup> Já se s tímto názorem ztotožňuji, neboť uplatnění takového práva bezprostředně vede k nabytí účastnických cenných papírů stricto sensu a fakt, že smluvní převod takového práva podléhá jinému režimu není rozhodné.<sup>11</sup> Smyslem právní úpravy squeeze-outu je simplifikovat akcionářskou strukturu akciové společnosti, učinit ji toliko jednočlennou. Existence další subjektů disponujících samostatně převoditelnými právy vůči společnosti, by bylo v rozporu se smyslem úpravy.

### **1.1.1. Akcie**

Akcie patří bezpochyby mezi nejfrekventovaněji užívané účastnické cenné papíry. Akcie reprezentují práva a povinnosti akcionářů vůči akciové společnosti a akcionáři se jejich prostřednictvím podílí na jejím chodu a fungování akciové společnosti. Zákon o obchodních korporacích definuje akce v § 256 jako: „[...]cenný papír nebo zaknihovaný cenný papír, s nímž je spojeno právo akcionáře jako společníka podílet se podle tohoto zákona a stanov společnosti na jejím řízení, jejím zisku nebo na likvidačním zůstatku při jejím zrušení s likvidací.“ Optikou

---

<sup>10</sup> ŠUK, Petr. In ŠTENGLOVÁ, Ivana, HAVEL, Bohumil, CILEČEK, Filip, KUHN, Petr, ŠUK, Petr. *Zákon o obchodních korporacích*. 3. vydání. Praha: C. H. Beck, 2020, s. 574.

<sup>11</sup> Shodně rozsudek Nejvyššího soudu ze dne 4. 6. 2019 sp. zn. 27 Cdo 660/2018-II

§ 245 ZOK můžeme z citované definice vypožorovat hned tři možné roviny účasti akcionáře ve společnosti. V první řadě akcie může představovat podíl akcionáře na základním kapitálu akciové společnosti a podíl na hlasovacích právech. Druhou variantou je, že akcionáři náleží podíl na základním kapitálu, ale nikoliv podíl na hlasovacích právech. A poslední variantou je, že akcionář disponuje pouze hlasovacími právy, prostřednictvím kterých participuje na rozhodování nejvyššího orgánu společnosti a tím ovlivňuje její činnost, ale akcie nepředstavují podíl na základním kapitálu.<sup>12</sup> Zákon striktně vyžaduje, aby z každé vydané akcie jasně plynulo, zda představuje podíl na základním kapitálu, či podíl na hlasovacích právech, jakožto určité minimum akcionářských práv.

### 1.1.2. Zatímní listy

Zatímní list je specifickým poddruhem účastnického cenného papíru, který je vydáván, dovolují-li to stanovy akciové společnosti. Jedná se o cenný papír, který dočasně nahrazuje nesplacenou akcií. Podmínkou pro vydání zatímního listu je, že k takovému vydání dojde až po vzniku akciové společnosti. Jmenovitá hodnota zatímního listu je rovna součtu jmenovitých hodnot všech akcií, za které se zatímní list vydává. Jeden zatímní list může zastupovat pouze jeden druh vydaných akcií, při existenci více druhů akcií, musí společnost vydat tolik druhů zatímních listů, kolik druhů akcií vydala.<sup>13</sup> Pokud bylo ovšem vydáno jednomu nabyvateli více zatímních listů na akcie stejného druhu, nezakládá tento stav, při splnění ostatních zákonných podmínek, neplatnost takového účastnického cenného papíru.<sup>14</sup> Po splacení emisního kursu je zatímní list vyměněn za akcie. K tomu může dojít na základě žádosti akcionáře nebo výzvy představenstva k předložení zatímního listu.

### 1.1.3. Vyměnitelné a prioritní dluhopisy

Zákon o obchodních korporacích definici dluhopisu neobsahuje, ale § 288 ZOK říká, že není-li stanoveno jinak, lze na vyměnitelné a prioritní dluhopisy aplikovat normy jiného právního předpisu, upravujícího dluhopisy. Tímto zákonem je zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech, ve kterém nalezneme legální definici dluhopisu v § 2 ZD, který říká, že: „*Dluhopis je cenný papír nebo zaknihovaný cenný papír, s nímž je spojeno právo na splacení určité dlužné částky odpovídající jmenovité hodnotě jeho emitentem, a to najednou nebo postupně k určitému okamžiku, a případně i další práva plynoucí ze zákona nebo z emisních podmínek dluhopisu.*“ Vydávání dluhopisů může být rozpočtovým nástrojem společnosti a společnost si jejich

<sup>12</sup> HEJDA, Jan. *Akciová společnost*. 1. Vydání. Olomouc: ANAG, 2014, s. 134.

<sup>13</sup> DVOŘÁK, Tomáš. *Akciová společnost*. 1. vydání. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2016, s. 203

<sup>14</sup> Rozsudek Nejvyššího soudu ze dne 15. 11. 2004, sp. zn. 29 Odo 338/2004, 29 Odo 491/2004

prostřednictvím opatřuje finanční prostředky. Primárním nárokem, plynoucím z dluhopisu, je právo majitele dluhopisu vůči společnosti na proplacení jeho jmenovité hodnoty. V případě vyměnitelných, či prioritních dluhopisů může být tento nárok alternován buď právem na vydání jiného dluhopisu, nebo výměnou za akcie společnosti.<sup>15</sup> Vyměnitelné a prioritní dluhopisy jsou zvláštní skupinou dluhopisů, neboť jejich emise je výsadou akciových společností. Ačkoliv je obsah práva pramenících z vyměnitelných a z prioritních dluhopisů mírně rozdílný (viz. dále), jsou pro svoji obdobnou povahu a obdobné uplatnění práva z nich plynoucí upraveny v rámci zákona o obchodních korporacích společně. Stejně jako u zatímních listů může akciová společnost vydávat vyměnitelné a prioritní dluhopisy pouze pokud to dovolují stanovy společnosti. I když to zákonem není explicitně vyloučeno, nemůže společnost vydat vyměnitelné dluhopisy a současně vydat dluhopisy prioritní, neboť uplatnění výměnného práva znemožňuje současné upsání nových akcií prostřednictvím prioritních dluhopisů.<sup>16</sup>

Z vyměnitelných dluhopisů plyne jejich vlastníkům nárok na jejich výměnu za již existující akcie, nebo za prioritní dluhopisy s tím, že druhý případ je současně vázán na rozhodnutí valné hromady o zvýšení základního kapitálu. Vydávání prioritních dluhopisů je vždy podmíněno současným rozhodnutím nejvyššího orgánu o zvýšení základního kapitálu, neboť z logiky věci dojde k upsání nových akcií. V třetím odstavci § 286 ZOK zákon stanovuje nevyvratitelnou právní domněnku, že se společnost prostřednictvím rozhodnutí valné hromady rozhodla pro vydání prioritních dluhopisů, platí, že současně valná hromada schválila omezení přednostního práva akcionářů na upsání akcií ve smyslu § 488 ZOK.

#### 1.1.4. Opční listy

Opčním listem se rozumí cenný papír k uplatnění přednostních práv. Textace § 281 odst. 1 ZOK říká, že při převodu akcie na nového majitele spolu s akcií přecházejí všechna práva s akcií spojená, pokud zákon neurčí jinak. V následujícím odstavci téhož paragrafu nalezneme demonstrativní výčet některých majetkových práv, které lze převádět nezávisle na právním osudu akcie, právní teorie označuje tato práva jako tzv. samostatně převoditelná práva. Jmenovitě se jedná o právo na vyplacení podílu na zisku, přednostní právo na upisování akcií, vyměnitelných, či prioritních dluhopisů a právo na podíl na likvidačním zůstatku. Mezi samostatně převoditelná práva odborná literatura zařazuje rovněž právo na podíl na jiných

---

<sup>15</sup> DĚDIČ, Jan, KRŽÍŽ, Radim, ŠTENGLOVÁ, Ivana. *Akciové společnosti*. 3. vydání. Praha: C. H. Beck, 2000, s. 129

<sup>16</sup> DVORÁK, Tomáš. *Akciová společnost*. 1. vydání. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2016, s. 219, shodně KOTÁSEK, Josef a kol. *Právo cenných papírů*. 1. Vydání. Praha: C.H. Beck, 2014, s. 242

vlastních zdrojích, či práva na úplatu při vzetí akcie z oběhu, nicméně u těchto platí, že jejich převoditelnost musí být explicitně povolena stanovami společnosti. A konečně v odstavci třetím stanovuje zákon, že dovolují-li to stanovy, nebo existuje-li k tomu zákonné zmocnění, je možné samostatně převoditelné právo od akcie oddělit a následně vtělit do vedlejšího cenného papíru emitovaného společností k takové akci. Na tuto normu volně navazuje § 295 ZOK, který říká, že akciová společnost může k uplatnění přednostních práv vydat tzv. opční list.<sup>17</sup> Stejně jako tomu bylo v případě dluhopisů, zákon o obchodních korporacích neobsahuje legální definici opčního listu, ale lze jej chápat jako cenný papír pro uplatnění přednostního práva na upisování akcií na zvýšení základního kapitálu a na vyměnitelné a prioritní dluhopisy.<sup>18</sup>

---

<sup>17</sup> HEJDA, Jan. *Akciová společnost*. 1. vydání. Olomouc: ANAG, 2014, s. 129.

<sup>18</sup> ŠTENGLOVÁ, Ivana. In HENDRYCH, Dušan, a kol. *Právní slovník*, 3. vydání. Praha, C.H. Beck: 2009, s. 2003

## 2. Postavení hlavního akcionáře

### 2.1. Pojem

Základní podmínkou pro aplikaci nuceného přechodu účastnických cenných papírů je existence tzv. hlavního akcionáře. ZOK vymezuje hlavního akcionáře jako akcionáře, který nabyt v akciové společnosti akcie, jejichž celková jmenovitá hodnota představuje nejméně 90 % základního kapitálu společnosti, na něž byly vydány akcie s hlasovacími právy a s nimiž je spojen alespoň 90 % podíl na hlasovacích právech v takové společnosti s tím, že obě tyto zákonné podmínky musejí být splněny kumulativně.<sup>19 20</sup>

Zákon v § 375 ZOK hovoří v souvislosti s definováním hlavního akcionáře, resp. o nezbytné míře jeho účasti ve společnosti o jmenovité hodnotě akcie. Současná právní úprava připouští, aby podíl na základním kapitálu společnosti představovaly tzv. kusové akcie, tedy akcie, které nemají jmenovitou hodnotu. V takovém případě je namístě ustanovení vykládat ve spojení s § 257 ZOK a v případě, že má proces vytěsnění minoritních akcionářů proběhnout v akciové společnosti, která emitovala kusové akcie, je namístě potřebnou majetkovou účast hlavního akcionáře zjišťovat z účetní hodnoty takových akcií.

Je zcela irelevantní, jakým způsobem hlavní akcionář nabyt potřebnou majoritu ve společnosti pro uplatnění práva na squeeze-out, způsob nabytí může být relevantní pouze pro posouzení adekvátnosti protiplnění (viz níže). Drobnou výjimku z tohoto pravidla přinesla judikatura Nejvyššího soudu. Nejvyšší soud se ve svém rozsudku sp. zn. 27 Cdo 226/2019 ze dne 27. 10. 2020 musel popasovat s otázkou dočasnosti splnění zákonných podmínek pro aplikaci squeeze-outu. V předmětném sporu nabyt (domnělý) hlavní akcionář potřebnou většinu účasti ve společnosti jako vydlužitel na základě smlouvy o zápůjčce ve smyslu § 2390 NOZ. Smlouvou o zápůjčce přenechává zapůjčitel vydlužiteli zastupitelnou věc, aby ji užil dle libosti a po čase vrátil věc stejného druhu. Přenecháním předmětu zápůjčky přechází na vydlužitele vlastnické právo k takovému předmětu, tudíž vydlužitel disponuje celou paletou práv, jenž tvoří obsah vlastnického práva.<sup>21</sup> Vzhledem k tomuto faktu by se zákonná podmínka majoritní účasti ve společnosti mohla jevit za splněnou, ovšem Nejvyšší soud se s tímto názorem nižších soudů neztotožnil a své rozhodnutí odůvodnil následovně: „*V poměrech projednávané věci vydlužitel na základě smlouvy o zápůjčce uzavřené s jednotlivými akcionáři*

<sup>19</sup> Dle čl. 15 odst. 2. Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/25/ES ze dne 21. dubna 2004, o nabídkách převzetí.

<sup>20</sup> Dosažení nezbytné míry účasti ve společnosti se hodnotí dle stavu zapsaného v obchodním rejstříku.

<sup>21</sup> ELEK, Štefan. In. HULMÁK, Milan a kol.: *Občanský zákoník VI. Závazkové právo. Zvláštní část (§ 2055–3014)*. Komentář. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2014, s. 660.

na dobu tří roků sice formálně splňoval požadavky stanovené pro hlavního akcionáře v § 375 z. o. k., avšak ve skutečnosti za hlavního akcionáře být považován nemohl. I když při zápůjčce se zapůjčitel zavazuje převést (a převádí) vlastnické právo k zastupitelné věci na vydlužitele, pojmovým znakem této smlouvy je závazek vydlužitele po čase vrátit zapůjčiteli věc stejného druhu (§ 2390 o. z.). V době rozhodování valné hromady o přechodu všech ostatních účastnických cenných papírů na hlavního akcionáře bylo proto zřejmé, že vydlužitel bude (po nuceném přechodu účastnických cenných papírů a po relativně krátkém čase ujednaném ve smlouvě o zápůjčce) povinen zapůjčené akcie vrátit původním akcionářům jako zapůjčitelům. Tím by však opět došlo k rozdělení akcionářské struktury mezi více subjektů, což popírá shora popsany smysl a účel nuceného přechodu účastnických cenných papírů.“ Lze konstatovat, že i když zákon výslovně nehovoří o žádném minimálním časovém intervalu, po který musí akcionář splňovat předpoklady pro aplikaci nuceného přechodu účastnických cenných papírů, nelze podmínku považovat za splněnou, má-li existence potřebné majoritní účasti ve společnosti pouze dočasný charakter.

Považuji za vhodné zmínit, že v řadách odborné veřejnosti nepanuje na otázku, kterou se zabýval výše zmíněný judikát, názorová shoda. Lze se setkat s názorem, který tvrdí, že argumentace Nejvyššího soudu není správná, neboť Nejvyšší soud v předmětném rozhodnutí mylně shledává rozpor se smyslem a účelem institutu nuceného přechodu účastnických cenných papírů, jímž je zjednodušení akcionářské struktury, v opětovném přerozdělení majetkové účasti ve společnosti mezi další akcionáře.<sup>22</sup> Dle Špačkové dočasnost potřebné majority ve společnosti není překážkou pro aplikaci squeeze-outu, a to s následující argumentací: „(...) Změna v osobě hlavního akcionáře, ať již v důsledku singulární, či univerzální sukcese, na druhou stranu nepředstavuje principiálně překážku pro realizaci squeeze-out, bude-li zachována podmínka vlastnictví rozhodného podílu. Totožnost konkrétní osoby hlavního akcionáře tak zásadně (s výjimkou vytěsnění v kótovaných společnostech) není požadována. Je-li změna v osobě hlavního akcionáře přípustná již v průběhu procesu vytěsnění, tím spíše to platí pro možnost změny osoby vlastníka 100% podílu po vytěsnění. Smyslem squeeze-out není udržovat status quo.“ S tímto argumentem se nemohu ztotožnit, v předmětném rozhodnutí Nejvyššího soudu není ani náznakem formulována jakákoliv limitace hlavního akcionáře po vytěsnění menšinových akcionářů ohledně dalšího nakládání s akciovou společností. Rozsudek toliko hodnotí kvalifikovanost akcionáře pro uplatnění nároku na squeeze-out. Podmínku potřebné majetkové účasti ve společnosti nelze považovat za splněnou,

---

<sup>22</sup> ŠPAČKOVÁ, Michaela. Přípustnost dočasného nabytí cenných papírů za účelem dosažení podmínek squeeze-out. *Obchodněprávní revue*, 2021, č. 2, s. 77

pokud má pouze dočasný charakter, jako tomu bylo právě v případě, kdy akcionář nabyt potřebnou část akcií jakožto vydlužitel akcií, takové jednání bych hodnotil jako jednání in fraudem legis, tedy chování které není v přímém rozporu s právní normou, ale záměrně dosahuje výsledku právní normou nepředvídaného a nežádoucího, tedy obchází zákon.<sup>23</sup> V svém nálezu sp. zn. Pl. ÚS 56/05 ze dne 27. března 2008 sice Ústavní soud deklaruje soulad institutu squeeze-outu s ústavním pořádkem, ale zároveň upozorňuje na neoddiskutovatelnou rizikovost tohoto institutu, neboť jeho realizace představuje velmi invazivní zásah do majtkové sféry menšinových akcionářů. Z důvodové zprávy k ZOK plyne, že zákonodárce bere tento fakt v potaz a ve srovnání se starou právní úpravou se v souladu se zásadou ochrany minoritních akcionářů snaží posílit jejich postavení, zejména v otázkách přezkumu výše protiplnění. Optikou zásady ochrany minoritních akcionářů je nutné nahlížet na možnosti splnění zákonných požadavků pro realizaci squeeze-outu restriktivně a jak správně konstatuje Nejvyšší soud, nabytí nezbytné účasti ve společnosti prostřednictvím smlouvy o zápůjčce sice dojde v určitém časovém období k formálnímu naplnění zákonných podmínek, avšak toto časové období bude mít, vzhledem k povaze smlouvy o zápůjčce, vždy dočasný charakter, a proto v takovém případě nelze považovat podmínku potřebné míry účasti ve společnosti za splněnou.

## **2.2. Konání valné hromady za účelem squeeze-outu**

Proces realizace nuceného přechodu účastnických cenných papírů můžeme rozřadit do několika, relativně samostatných, kroků. Prvním krokem musí vždy být svolání valné hromady, jejíž bodem programu je rozhodnutí o přechodu práv k účastnickým cenným papírům na jediného akcionáře. Představenstvo, či správní rada<sup>24</sup>, jakožto výkonný orgán společnosti, je povinno svolat valnou hromadu, a to do 30 dní ode dne, kdy společnosti byla doručena žádost hlavního akcionáře ve smyslu § 377 ZOK. Je nepochybné, že valnou hromadu svolanou za účelem vytěsnění menšinových akcionářů může na základě § 404 ZOK svolat rovněž dozorčí rada akciové společnosti, tedy v případě, kdy akciová společnost nemá valnou hromadu, či dozorčí radou řádně zvolené členy statutárního orgánu, nebo statutární orgán dlouhodobě neplní své zákonné povinnosti a jeho disfunkce není kompenzována žádným jeho členem.

---

<sup>23</sup> GERLOCH, Aleš. In HENDRYCH, Dušan, a kol. *Právníký slovník*, 3. vydání. Praha: C.H. Beck, 2009, s. 1362

<sup>24</sup> V závislosti na tom, zda-li má dotčená akciová společnost svou vnitřní strukturu založenou na dualistickém, či monistickém systému vnitřního uspořádání.

Poté, co představenstvo obdrží výzvu hlavního akcionáře, je povinno rozeslat pozvánky k účasti na valné hromadě jednotlivým akcionářům a současně uveřejnit pozvánku na internetových stránkách. Spornou se dlouho dobu jevila otázka, zda se lhůta mezi svoláním valné hromady a jejím faktickým konáním zkracuje na 15 dnů, neboť se jedná o valnou hromadu svolanou na základě iniciativy tzv. kvalifikovaného akcionáře ve smyslu § 367 ZOK, protože každý hlavní akcionář musí pro svoji majetkovou účast ve společnosti naplňovat zákonné předpoklady kvalifikovaného akcionáře.<sup>25</sup>

---

<sup>25</sup>Legální definici kvalifikovaného akcionáře najdeme § 365 ZOK. Zda je akcionář nadán právy kvalifikovaného akcionáře je závislé výši jeho majetkové účasti na základním kapitálu. Pokud se jedná o akciovou společnost, kde základní kapitál společnosti činí 500.000.000,- Kč nebo více, je kvalifikovaným akcionářem ten akcionář, který vlastní akcie, jejichž souhrnná jmenovitá hodnota dosahuje alespoň 1 % základního kapitálu společnosti. V případě, že základní kapitál akciové společnosti tvoří částka v rozmezí 100.000.000,- Kč až 500.000.000,- Kč, je kvalifikovaným akcionářem ten akcionář, který vlastní akcie, jejichž souhrnná jmenovitá hodnota dosahuje alespoň 3 % základního kapitálu společnosti a konečně, pokud se jedná o akciovou společnost, kde základní kapitál společnosti činí 100.000.000,- Kč nebo méně, je kvalifikovaným akcionářem je ten akcionář, který vlastní akcie, jejichž souhrnná jmenovitá hodnota dosahuje alespoň 5 % základního kapitálu společnosti.



### 3. Přiměřené protiplnění

#### 3.1. Otázka výběru soudního znalce

Jak vyplývá z výše uvedeného, esenciálním předpokladem pro aplikaci práva na squeeze-out je, aby se minoritním akcionářům dostalo v důsledku jejich vytěsnění přiměřeného finančního protiplnění. Jednou ze zákonných podmínek je, aby výše protiplnění byla schválena nejvyšším orgánem akciové společnosti, nicméně vzhledem k majetkové účasti hlavního akcionáře ve společnosti, není tato podmínka sama o sobě dostatečnou zárukou adekvátnosti poskytovaného protiplnění a je proto zákonem stanoveno, že minimální výše protiplnění musí vycházet z částky stanovené znaleckým posudkem. Znalce pro vypracování znaleckého posudku vybírá navrhovatel, tedy hlavní akcionář, nicméně soudní znalec je dle zákona č. 254/2019 Sb., o znalcích, znaleckých kancelářích a znaleckých ústavech, povinen vypracovat znalecký posudek nezávisle a nestranně, s odbornou péčí a pokud jsou znalci známy okolnosti, které by mohly zakládat důvodnou pochybnost ohledně jeho nepodjatosti k posuzované věci, či k dotčeným stranám, informuje o této pochybnosti zadavatele a posudek nevypracuje. Navíc pokud znalec v souvislosti se zpracováním posudku způsobí újmu, bude za tuto újmu poškozenému odpovídat a při úmyslném zavinění mohou být vůči znalci vyvozeny následky v rámci trestního práva.<sup>26</sup> Vzhledem k těmto faktům je východiskem, že i když je zadavatelem posudku hlavní akcionář, nejsou v posudku nijak zohledněny jeho zájmy. Nicméně realita může být odlišná a takto formulovaný závěr by byl zcela utopický, proto zákon dává menšinovým akcionářům celou paletu práv, jakými mohou hájit svá akcionářská práva a kterými se mohou domoci spravedlivého protiplnění, zcela zásadním je právo na dorovnání ve smyslu § 390 ZOK.

I přes existenci řady nástrojů, kterými se minoritní akcionáři mohou domoci spravedlivého protiplnění, je skutečnost, že soudního znalce volí hlavní akcionář, nemalou částí odborné veřejnosti vnímáno jako velmi negativní. Dle mého názoru se jedná o, v současné době, jeden z nejpálivějších aspektů české úpravy předmětného institutu. Palčivost této otázky dokládá skutečnost, že se jí zabýval i Ústavní soud ve svém nálezu ze dne 27. března 2008, sp. zn. Pl. ÚS 56/2005, ve kterém v bodě č. 66 an. glosoval, že důvěra v objektivitu znaleckého posudku může být podlomena nejen skutečností, že soudního znalce vybírá hlavní akcionář, ale především proto, že hlavní akcionář poskytuje znalci za zpracování posudku odměnu. Nicméně ve stejném judikátu Ústavní soud shledal, že navzdory těmto rizikům není úprava squeeze-outu

---

<sup>26</sup> RIZMAN, Stanislav. In. ŠÁMAL, Pavel. a kol. *Trestní zákoník*, 2. vydání, Praha: C.H.Beck, 2012, s. 3241

v rozporu s ústavním pořádkem, protože nelze generálně vycházet z předpokladu, že všechny znalecké posudky jsou vypracovány ve prospěch zadavatele. S lehkou nadsázkou lze konstatovat, že opačný závěr by nezpochybnil pouze ústavnost nuceného přechodu účastnických cenných papírů, ale ústavnost znaleckého zkoumání jako takového. Ústavní soud k věci konstatuje: „(...) *To, že náklady na vyhotovení znaleckého posudku jsou hrazeny hlavním akcionářem, samo o sobě ještě nemůže vést k obecnému závěru, že tyto posudky jsou již tím vadné, protože stejnou námitku by bylo možno vznést v případě, že by byly hrazeny minoritním akcionářem. (...) špatné zkušenosti s některými znalci, nemůže to vést k paušálnímu závěru, že takto bude v rozporu s požadavky zákona o znalcích a tlumočnících postupovat každý znalec. Ústavní soud si je vědom toho, že v praxi může docházet, a také dochází, k porušování těchto pravidel. To však není důvodem pro to, aby byla za neústavní prohlášena právní úprava, která může být vykládána a aplikována neústavně. Ze stejných důvodů by potom musel Ústavní soud zrušit např. institut vazby, vyvlastnění, rozpuštění politické strany atd.*“

### **3.2.Návrh de lege ferenda**

Problematika neexistence stavovské komory zastřešující soudní znalce, jenž by mohla lépe kontrolovat jejich činnost a případně ukládat sankce, je v diskusi odborné veřejnosti velmi aktuální téma, nicméně v dohledné době nelze předpokládat v této oblasti zásadní změny, neboť zřízení a zahájení činnosti stavovské komory je proces, vyžadující velké úsilí a značnou časovou dotaci. Z toho důvodu v této práci navrhuji změnu současné právní úpravy ZOK, která by mohla zvýšit objektivitu při stanovování přiměřeného protiplnění, nicméně jsem přesvědčen, že nejen pro znalecké posudky pro účely nuceného přechodu účastnických cenných papírů, ale pro znalecké dokazování jako takové, by bylo zřízení stavovské komory zásadní změnou k lepšímu. Dle mého názoru by ke zvýšení objektivitě přiměřeného protiplnění přispělo, kdyby zákonodárce svěřil výběr soudního znalce do rukou soudu. Považoval bych za vhodné, aby současné znění zákona bylo pozměněno tak, že hlavní akcionář by soudu dával pouze podnět ke jmenování znalce, ale nemohl by nijak ovlivnit jeho výběr, tímto krokem by se předešlo znaleckým posudkům, které v rozporu se zákonem zohledňují ekonomické zájmy hlavního akcionáře. Domnívám se, že by touto změnou nedošlo k citelnému zatížení soudní soustavy, a to vzhledem k frekvenci vytěšňování minoritních akcionářů v českém prostředí a k faktu, že výběr a jmenování soudního znalce není časově náročná záležitost. V okolních právních řádech, které českému zákonodárci bývají inspirací, je zainteresování soudu do procesu výběru a ustanovení soudního znalce běžnou praxí. Pro srovnání zahraniční úpravy uvádím příklad z německé právní úpravy, konkrétně se jedná § 327c odst. 2 akciového zákona SRN, ze dne 6.

9. 1965 (BGB1,S.1089), ve znění pozdějších předpisů (dále jen „AKTG“), kde je problematika řešena tak, že tamní zákonodárce sice nechává výběr soudního znalce na hlavním akcionáři, nicméně musí obligatorně proběhnout jeho jmenování soudem. Německá právní úprava rovněž z důvodu větší objektivity počítá s možností jmenování více soudních znalců.

Výjimkou z povinnosti doložení znaleckého posudku pro stanovení přiměřeného protiplnění je, pokud má squeeze-out proběhnout ve společnosti, jejíž akcie byly přijaty k obchodování na evropském regulovaném trhu, v takovém případě je hlavní akcionář povinen doložit zdůvodnění jím vypočtené částky protiplnění a souhlas České národní banky.

### **3.3.Stanovení výše přiměřeného protiplnění**

Co se stanovení výše protiplnění týče, zákon hovoří pouze o přiměřeném protiplnění a výklad tohoto neurčitého právního pojmu přenechává právní dogmatice a judikatuře. Z relativně ustálené judikatury vyšších soudů vyplývá, že v praxi je prvním a zároveň nejčastěji rozporovaným krokem při stanovení spravedlivého finančního protiplnění odhad hodnoty obchodního závodu<sup>27</sup> společnosti.<sup>28</sup> V zákoně absentuje jakákoliv konkretizace způsobu, či metodika ocenění majetku, resp. jmění akciové společnosti. Nejvyšší soud říká, že vzhledem k rozmanitosti rozhodných skutečností, které mohou nastat, nelze jednoznačně stanovit konkrétní postup ocenění obchodního závodu, který by byl aplikovatelný na všechny společnosti a konkrétní způsob ocenění je vždy na soudním znalci, u kterého je předpoklad odborných znalostí a předpoklad jednání lege artis.<sup>29</sup> Nicméně z judikatury vyplývají určitá pravidla, které jsou jakýmsi odrazovým můstkem a ze kterých je potřeba vycházet. Tato judikatorní pravidla budou podrobněji rozebrána v následující pasáži této kapitoly. V obecné rovině můžeme konstatovat, že existují tři základní způsoby pro oceňování obchodního závodu. Tyto způsoby bývají označovány jako:

- Výnosový způsob,
- Způsob tržního porovnání,
- Způsob majetkového ocenění.

---

<sup>27</sup> Obchodní závod je definován v § 502 NOZ jako organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Jméno je soubor aktiv a pasiv a pro stanovení hodnoty obchodního závodu je tedy nezbytné zohlednit rovněž dluhy společnosti. Termín obchodní závod je termínem, který je ekvivalentem toho, co bylo do roku 2014 zákonem označováno jako podnik. Starší, avšak stále nepřekonaná judikatura pracuje se starou terminologií, z toho důvodu může být v této práci termín obchodní závod používán promiscue s termínem podnik.

<sup>28</sup> Usnesení Nejvyššího soudu ze dne 23. 8. 2018, sp. zn. 29 Cdo 4568/2016

<sup>29</sup> Usnesení Nejvyššího soudu ze dne 23. 8. 2018, sp. zn. 29 Cdo 4568/2016, shodně Usnesení Nejvyššího soudu ze dne 19. 6. 2012, sp. zn. 29 Cdo 2214/2010

Meritem této práce není podrobná rešerše těchto způsobů, ale vzhledem k faktu, že se ve výše zmiňovaném, obligatorním znaleckém posudku v nějaké podobě vyskytuje každý z nich, považuji za vhodné zmínit alespoň stručnou charakteristiku a nejdůležitější rozdíly těchto metod stanovení hodnoty závodu. Výnosový způsob je charakteristický tím, že hodnotu závodu stanovuje na základě prognózy budoucích příjmů. Výnosový model založený na principu tzv. going concern, by měl být výchozím způsobem pro stanovení přiměřeného protiplnění a ostatní způsoby by měly sloužit jako podpůrné a doplňující.<sup>30</sup> Zásadní nevýhodou tohoto způsobu je nejistota budoucích peněžních toků, vzhledem k možným změnám okolností, které ne vždy lze presumovat a ne vždy je lze ovlivnit. Je rovněž zcela nevyužitelný u společností, jejichž účelem není dosahování zisku, nebo které jsou dlouhodobě ve ztrátě, neboť takto stanovená hodnota by byla zpravidla nulová, či záporná. Způsob tržního porovnání má své praktické využití v okamžiku, kdy existuje dostatečně rozvinutý trh, jenž poskytuje dostatečné množství informací, potřebných ke srovnávací analýze, neboť tento způsob funguje na základě komparace posuzované společnosti s jinými subjekty, které byly nabízeny/poptávány k prodeji a které jsou s posuzovanou společností srovnatelné, co do velikosti ročního obrátu, účelu, výrobního zaměření, počtu zaměstnanců atd. Vzhledem ke specifčnosti každé obchodní společnosti a omezeností českého trhu, nebude z povahy věci tento způsob běžně použitelný pro komplexní ocenění společnosti jako celku, nicméně může být velmi přesným nástrojem pro stanovení hodnoty některých aktiv společnosti. Typickým příkladem je stanovení hodnoty osobních automobilů. Třetím způsobem stanovení ceny obchodního závodu je způsob majetkového ocenění. Tento způsob může mít dvě podoby, které jsou označovány jako tzv. substanční metoda a tzv. metoda likvidační hodnoty aktiv. První z jmenovaných metod přichází v úvahu, pokud je východiskem, že závod bude pokračovat ve své činnosti a jeho hodnota není zkoumána pro účely likvidace. Substanční metoda spočívá v tom, že jednotlivým aktivům je přiřazovaná hodnota, která je ekvivalentem ceny, kterou by bylo nutné vynaložit k nabytí tohoto aktiva v době, kdy provádíme oceňování.

V případě, že je východiskem, že oceňovaná společnost v blízké budoucnosti ukončí svoji činnost, přichází na řadu druhá z výše jmenovaných metod, tedy metoda likvidační hodnoty aktiv. Hodnota společnosti touto metodou se stanovuje tak, že se zjišťuje, za jakou částku by se jednotlivá aktiva společnosti na trhu prodala ke dni oceňování společnosti. Pro obě metody platí, že zjištěná částka musí být následně ponížena o dluhy společnosti.<sup>31</sup> Jak již bylo

---

<sup>30</sup> DOLEŽIL, Tomáš, LASÁK, Jan. In. LASÁK, Jan, DĚDIČ, Jan, POKORNÁ, Jarmila, ČÁP, Zdeněk a kol. *Zákon o obchodních korporacích. Komentář*. 2. Vydání. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2021, s. 1617

<sup>31</sup> KISLINGEROVÁ, Eva, *Oceňování podniku*, 2.vydání. Praha: C.H. Beck, 2001, s.144

výše zmíněno, ocenění hodnoty obchodního závodu je otázkou skutkovou, nikoliv právní a z toho důvodu je výběr způsobu ocenění jmění společnosti na soudním znalci, neboť je k tomu potřeba odborných znalostí. Nejvyšší soud ve svém Usnesení ze 14.10. 2020, sp. zn. 27 Cdo 876/2020 konstatuje, že pro účely ocenění obchodního závodu je v podstatě přípustný jakýkoliv způsob ocenění, a to i v případě, že v rámci odborné veřejnosti nepanuje ohledně vhodnosti zvoleného způsobu jednoznačná názorová shoda. V posledně zmíněném rozhodnutí Nejvyšší soud konkrétně uvádí: (...) *Jak se totiž podává z ustálené judikatury Nejvyššího i Ústavního soudu, „volba oceňovací metody je (v zásadě) záležitostí odbornou, stejně jako to, jakým způsobem bude zvolená oceňovací metoda aplikována. Soud není povinen rozhodnout, jaká metoda má být pro stanovení hodnoty podniku použita, stejně jako posuzovat správnost jednotlivých metodologických rozhodnutí učiněných v rámci této metody. Akceptovatelný je takový způsob ocenění, který je založen na běžně používaných oceňovacích metodách a praktikách, i když třeba tyto nejsou jednoznačně přijímány ve vědecké diskusi. Samotná volba oceňovací metody ale musí být založena na vývoji teorií podnikového hospodářství, jinak řečeno, musí jít o postup de lege artis“.* Takto formulovaný závěr by mohl vyvolávat přesvědčení o vyšší důkazní síle znaleckého posudku o hodnotě společnosti a výši přiměřeného protiplnění, takový závěr by byl samozřejmě nesprávný. Znalecký posudek vypracovaný pro účely vytěsnění menšinových akcionářů bude soud, stejně jako všechny ostatní důkazy, hodnotit zásadou volného hodnocení důkazů a není vyloučeno, že se od závěrů, stanovených ve znaleckém posudku, odchýlí. Předmětný judikát směřuje pouze k zákazu volného hodnocení znalcem zvolené metodologie a odborných závěrů, to ale neznamená, že soud bude závěry slepě přejímat a nepodrobí je vlastnímu přezkoumání.

Částečnou korekturu k výše judikovanému závěru Nejvyššího soudu vyslovil Ústavní soud ve svém Nálezu ze dne ze dne 27. listopadu 2018 sp. zn. III. ÚS 647/15, ve kterém se sice Ústavní soud částečně ztotožňuje s tvrzením, že volba způsobu ocenění obchodního podílu je v zásadě otázkou odbornou, stejně jako to, jak bude zvolený oceňovací způsob aplikován, nicméně konstatuje, že problematika oceňování obchodních závodů je konglomerátem nejen ekonomických a účetních otázek, ale rovněž otázek právních<sup>32</sup> a z toho důvodu nelze generálně tvrdit, že jde o otázku čistě skutkovou a každý případ musí být posuzován ad hoc v souvislosti s okolnostmi konkrétního případu. Mimo to Ústavní soud glosuje, že lze předpokládat, že soudci, kteří se spory vznikajícími při uplatnění práva na squeeze-out zabývají, jsou pro svou

---

<sup>32</sup> V tomto případě se jednalo o otázky vyplývající v souvislosti s ohodnocením tzv. nevýrobní části obchodního závodu, konkrétně šlo o zhodnocení, jakou měrou se do ocenění bytové jednotky projeví tehdejší regulace nájemného a právního významu rozhodnutí vlády České republiky č. 904 ze dne 15. 9. 2004.

profilaci v oblasti obchodního práva s to odhalit případné flagrantly chyby, které se ve znaleckém posudku mohou objevit. V takovém případě soudce nemůže chybu vědomě přejít a rozhodovat na základě nesprávného znaleckého posudku s argumentem, že jde o čisté skutkovou otázku. K výše popsané korektuře Ústavní soud v posledně zmiňovaném nálezu říká: „(...)Ústavní soud přisvědčil názoru Nejvyššího soudu v tom ohledu, že volba oceňovací metody je (v zásadě) záležitostí odbornou, stejně jako to, jakým způsobem bude zvolená oceňovací metoda aplikována (...) skutkovou otázkou jsou skutečnosti hodnocené znalcem při oceňování podniku za použití některé z uznávaných oceňovacích metod, odbornou otázku pak bude představovat jejich zhodnocení. Neznamená to však, že v jde o otázku výlučně skutkovou, jež by byla vyloučena z kognice soudu v rámci dovolacího řízení. Je totiž třeba vzít v úvahu, že oceňování podniků je problematikou značně specifickou, a to vzhledem k její komplexnosti, kdy se neřeší toliko otázky ekonomické, ale (v souvislosti s nimi) je nutno řešit i některé otázky, jež mají spíše právní povahu<sup>33</sup>, přičemž v tomto ohledu má soud nepochybně větší způsobilost než jím ustanovený soudní znalec. Možno dodat, že ne vždy jsou řešené, zpravidla ekonomické otázky natolik odborné povahy, aby soudce, jenž se danou obchodněprávní problematikou profesně zabývá, nebyl s to identifikovat některá možná pochybení ve znaleckém posouzení a ta pak procesně předpokládaným způsobem verifikovat a následně odstranit. Z hlediska ústavnosti pak není akceptovatelné, aby soud ponechal bez povšimnutí zjevné věcné vady znaleckého posudku s odůvodněním, že jde o odborné posouzení.“<sup>34</sup> Dle mého mínění musí být názor vyslovený v citovaném nálezu vykládán velmi restriktivně, a to z následujících důvodů. Znalecký posudek je v rámci teorie důkazních prostředků řazen mezi důkazní prostředky, kterými se dokazují skutečnosti, jejichž posouzení vyžaduje odborné znalosti dané problematiky. Termín odborné znalosti právní věda chápe jako znalosti, které přesahují rámec obecných zkušeností<sup>35</sup> a z toho důvodu má znalecký posudek oproti ostatním důkazním prostředkům specifické postavení. Soudní znalec při zpracování posudku vyvíjí vlastní vyhledávací aktivitu, v součinnosti se stranami, či orgány veřejné moci si obstarává potřebnou dokumentaci, pokud to považuje za vhodné, provádí místní šetření, atd. Z těchto informací a vlastních poznatků následně stanovuje odborné závěry. Z těchto důvodů je soud omezen při hodnocení znaleckého posudku po stránce jeho odborného aspektu. Jinak řečeno, soud může přezkoumávat posudek co do úplnosti a správnosti podkladových dokumentů, srovnávat závěry

---

<sup>33</sup> Shodně Usnesení Nejvyššího soudu ze dne 29. 5. 2018 sp. zn. 29 Cdo 4435/2016

<sup>34</sup> Shodně Nález Ústavního soudu ze dne 6. 3. 2018 sp. zn. III. ÚS 4160/16

<sup>35</sup> DAVID, Ludvík. In DAVID, Ludvík, IŠTVÁNEK, František, JAVŮRKOVÁ, Naděžda, KASÍKOVÁ, Martina, LAVICKÝ, Petr a kol. *Občanský soudní řád. Komentář. I.díl.* Praha: Wolters Kluwer, 2009, s. 583

posudku s ostatními důkazy, ale v žádném případě není oprávněn hodnotit závěry vyslovené v posudku po věcné stránce, a to i v případě, že soudce sám odbornými znalostmi disponuje.<sup>36</sup> Domnívám se, že názor vyslovený v předmětném nálezu Ústavního soudu, toto existující dogma ohledně hodnocení znaleckého posudku soudem do značné míry nabourává. V řadách odborné veřejnosti panuje názorová shoda, že pokud má soud, či druhá strana sporu k závěrům vysloveným ve znaleckém posudku z jakéhokoliv důvodu výhrady, má v první řadě vyvinout snahu o odstranění těchto nejasností výsledkem znalce<sup>37</sup> a pokud tímto krokem nedojde ke kýženému výsledku, má soud přistoupit k nařízení vypracování revizního znaleckého posudku.<sup>38</sup> Z toho důvodu považuji pasáž předmětného nálezu, kde se Ústavní soud zabývá možností přezkumu znaleckého posudku soudem za nešťastnou, neboť z ní lze dedukovat myšlenku, že pokud je soudce alespoň ze své dosavadní praxe erudován v problematice zkoumané otázky, může přezkoumávat znalecké posudky i po odborné stránce a takový závěr by byl samozřejmě zcela absurdní. Zastávám názor, že optikou výše zmíněného může mít právní názor vyslovený v předmětném nálezu aplikační prostor pouze v krajních případech, kdy věcná nesprávnost hodnoceného posudku bude tak flagrantní a zjevná, že lze takový posudek označit za exces. Nicméně ve valné většině případů bude soud přezkoumávat doložený znalecký posudek zejména po stránce správnosti skutkových zjištění, které byly podkladem pro stanovení závěrů, dále zda závěry posudku jsou náležitě odůvodněny, zda jsou dostatečně podloženy potřebnou dokumentací, zda bylo přihlédnuto ke všem skutečnostem, s nimiž se bylo třeba vypořádat, zda odůvodnění znaleckého posudku odpovídá pravidlům logického myšlení, dále zda posudek netrpí vnitřní rozporností, nebo zda není nesrozumitelný, či nejasný.<sup>39</sup>

Částka přiměřeného protiplnění za účastnické cenné papíry, kterou má minoritní akcionář obdržet vychází z přímé úměry velikosti jeho podílu ve společnosti a hodnoty jmění společnosti. Na rozdíl od posouzení hodnoty obchodního závodu, jenž je otázkou skutkovou, určení přiměřeného protiplnění je otázkou právní a soud musí zohlednit i řadu dalších skutečností, které mohou mít vliv na výslednou částku, kterou má minoritní akcionář. Soud tedy vždy musí zkoumat nejen účetní hodnoty společnosti zohledněné ve znaleckém posudku, ale i další otázky, které mít oporu ve znaleckém posudku nemusí. K tomuto Nejvyšší soud judikoval ve svém Usnesení ze dne 29. 5. 2018, sp. zn. 29 Cdo 2025/2016: „*I při posuzování*

---

<sup>36</sup> Nález Ústavního soudu ze dne 6. května 2003 sp. zn. I. ÚS 483/01, shodně DAVID, Ludvík. In DAVID, Ludvík, IŠTVÁNEK, František, JAVŮRKOVÁ, Naděžda, KASÍKOVÁ, Martina, LAVICKÝ, Petr a kol. *Občanský soudní řád. Komentář. 1. díl.* Praha: Wolters Kluwer, 2009, s. 585

<sup>37</sup> Rozsudek Nejvyššího soudu ze dne 29. 7. 2010, sp. zn. 21 Cdo 2458/2009

<sup>38</sup> Usnesení Nejvyššího soudu ze dne 17. 6. 2008, sp. zn. 22 Cdo 1290/2007

<sup>39</sup> Rozsudek Nejvyššího soudu ze dne 9. 2. 2011, sp. zn. 22 Cdo 1561/2010

*přiměřenosti vypořádání v penězích, resp. toho, zda menšinovým akcionářům vzniklo právo na dorovnání, soud sice zpravidla vychází z hodnoty podniku společnosti, určené znaleckým posudkem, avšak musí přihlédnout i k dalším zjištěným okolnostem tak, aby přiměřené vypořádání bylo spravedlivé. Určení výše přiměřeného vypořádání a posouzení, zda menšinovým akcionářům vzniklo právo na dorovnání, je otázkou právní. (...) Nejvyšší soud nezpochybnuje skutečnost, že hodnotu podniku společnosti ovlivňují (mohou ovlivňovat) i závazky, jejichž existence či platnost je sporná. Jinak řečeno, i závazky, které de iure neexistují (resp. nejde o závazky společnosti) či které měly vzniknout z neplatných právních úkonů, mohou mít s ohledem na konkrétní okolnosti vliv na hodnotu podniku společnosti v daném místě a čase, a mohou se tudíž promítnout do (skutkového) závěru o hodnotě podniku.“*

### **3.3.1. Diskont za minoritní podíl**

Judikatorním vývojem byla stanovena určitá pravidla ohledně těchto otázek a přestože tato nemají svůj podklad v textaci zákona, je nutné na jejich aplikaci bezvýjimečně trvat. Prvním z těchto pravidel, na něž považuji za vhodné upozornit, bývá dogmatikou označováno jako nepoužití diskontu za menšinový podíl. Z pohledu hlavního akcionáře jde v podstatě o zlevnění přiměřeného protiplnění vyplývající ze samotného faktu, že podíl vytěšňovaného akcionáře je podílem minoritním a z toho důvodu nemá tento společník faktickou možnost prosadit své zájmy a nemá možnost se zásadní měrou podílet na směřování společnosti, protože nemůže rozhodujícím způsobem ovlivnit hlasování na valné hromadě společnosti. Přípustnost, respektive nepřípustnost ponížení přiměřeného protiplnění z důvodu squeeze-outu minoritního podílu, se v praxi dlouho jevila jako sporná, neboť diskont za menšinový podíl je běžně aplikovaný v případech, kdy dochází k převodu minoritního podílu, tedy v případech, kdy se minoritní akcionář zbavuje svého podílu ve společnosti nikoliv proti své vůli.<sup>40</sup> K otázce uplatnění diskontu za minoritní podíl při stanovování výše přiměřeného protiplnění, zaujal Nejvyšší soud jednoznačné stanovisko a ve svých rozhodnutích opakovaně vyslovuje nepřípustnost uplatnění diskontu za minoritu. Právní názor vyslovený Nejvyšším soudem říká, že není možné ponižovat přiměřené protiplnění za akcie, respektive všechny účastnické cenné papíry, které při squeeze-outu přecházejí na hlavního akcionáře jen z důvodu, že by minoritní akcionář nedosáhl na částku stanovenou znaleckým posudkem, pokud by z vlastní vůle převáděl svůj podíl. To znamená, že je pro účely nuceného přechodu irelevantní, že tržní cena

---

<sup>40</sup> Při prodeji obchodního podílu zákon sice znalecký posudek nevyžaduje, ale je běžnou praxí, že některá ze smluvních stran nechá znalecký posudek vypracovat, v takovém případě znalec diskont za menšinový podíl obvykle zohlední, a to na základě argumentu, že podíl, který umožňuje kontrolu nad společností musí mít větší hodnotu než podíl akcionáře, který nemá možnost ovlivňovat chod společnosti.



vytěšňovaného podílu je menší, než hodnota stanovena znaleckým posudkem. Tento názor považují za správný, a to z následujících důvodů. Sice je relevantní argument, že do ceny, které předmětný obchodní podíl dosahuje na trhu, se projevuje skutečnost, zda může držitel takového podílu zásadně ovlivňovat chod a procesy uvnitř společnosti, nicméně je neakceptovatelný v momentě, kdy je minoritní akcionář zbavován svého podílu nezávisle na své vůli. Není ničím neobvyklým, že akcionář vstupuje do společnosti s vědomím toho, že nebude hybnou silou nejvyššího orgánu a svůj podíl ve společnosti považuje za investici, která mu zajišťuje pasivní příjem, či uchovává hodnotu majetku<sup>41</sup>. Pokud by se Nejvyšší soud přiklonil v otázce diskontu za minoritu k opačnému názoru, vytvořil by z institutu nuceného přechodu účastnických cenných papírů nástroj, který by byl velmi lehce zneužitelný k podvodnému jednání.<sup>42</sup>

### 3.3.2. Diskont za omezenou obchodovatelnost

Druhé zásadní pravidlo, které soudní praxe přinesla, je zákaz diskontu za omezenou obchodovatelnost obchodního podílu. Tento judikatorní požadavek spočívá v tom, že soudní znalec při určování výše přiměřeného protiplnění nesmí zohlednit skutečnost, že by minoritní akcionář nedosáhl na určenou hodnotu vytěšňovaného podílu z důvodu omezené likvidity takového podílu. Likviditou rozumíme vlastnost aktiva, která je určována tím, jak rychle, případně s jakou ztrátou lze aktivum přeměnit na peníze. V judikatuře vyšších soudů se opakovaně setkáváme s právním názorem, který zakazuje užití diskontu za omezenou likviditu bez dalšího.<sup>43</sup> Nabízí se otázka, zda takový závěr není příliš generální, neboť na likviditu obchodního podílu má vliv množství faktorů, přičemž zohlednění některých z nich by mohlo být na místě i pro určení hodnoty podílu pro účely vytěšnění. Názor, který se pravidelně

---

<sup>41</sup> Závěr o nemožnosti diskontu je bezpochyby správný v případě, pokud by se částka přiměřeného protiplnění měla snižovat právě z toho důvodu, že je s minoritním podílem inherentně spojeno riziko vytěšnění ze strany hlavního akcionáře, tedy fakt, že případnou aplikaci nuceného přechodu účastnických cenných papírů minoritní akcionář nemůže nijak ovlivnit. Dnes již Nejvyšším soudem definitivně vyvrácená teze o možnosti diskontu, se zakládala na tvrzení, že vlastníci podílů, jenž ve svém součtu tvoří méně než 10 % základního kapitálu, mají oproti hlavnímu akcionáři o tolik slabší vyjednávací pozici, že se tato musí nutně promítnout i do výše protiplnění, neboť jejich participace v akcionářské struktuře společnosti je pouze v rukou hlavního akcionáře.

<sup>42</sup> Lze si představit modelovou situaci, ve které by jediný akcionář pod příslibem investiční příležitosti za úplatu převedl část akcií nepředstavující více než 10% na základním kapitálu na třetí osobu, přičemž v kupní ceně by diskont za minoritní podíl nebyl zohledněn a následně by jakožto hlavní akcionář uplatnil právo na squeeze-out, při kterém by byla částka přiměřeného protiplnění značně ponížena.

<sup>43</sup> Z Usnesení Nejvyššího soudu ze dne 31. 1. 2013, sp. zn. 29 Cdo 723/2011: „(...) má-li být protiplnění přiměřené (§ 183k obch. zák.) hodnotě účastnických cenných papírů, které nuceně přecházejí na hlavního akcionáře, nepřichází zásadně v úvahu, aby se výše protiplnění snižovala oproti hodnotě akcií zjištěné na základě znaleckého posudku a vycházející z hodnoty podniku společnosti proto, že by vytěšňování vlastníci účastnických cenných papírů nemohli takové ceny dosáhnout na trhu z důvodu nízké likvidity účastnických cenných papírů či proto, že jejich účastnické cenné papíry představují pouze menšinový podíl na společnosti.“

opakuje v ustálené judikatuře vyšších soudů ohledně nemožnosti diskontu přiměřeného protiplnění z důvodu omezené obchodovatelnosti podílu, je deklarován i v odborné literatuře.<sup>44</sup>

Jednoznačný postoj ohledně nemožnosti diskontu přiměřeného protiplnění pro omezenou obchodovatelnost vytěšňovaného podílu zaujal Ústavní soud ve svém Nálezu ze dne 27. listopadu 2018 sp. zn. III. ÚS 647/15, ve kterém konstatuje, že v obecné rovině se při oceňování obchodního podílu, může se co do hodnoty podílu negativně projevit případná časová prodleva při hledání potencionálního kupce podílů, nicméně při určení hodnoty přiměřeného protiplnění pro účely squeeze-outu je tato skutečnost irelevantní a nesmí být zohledněna, neboť v opačném případě by byla stanovena tržní, ale nikoliv spravedlivá hodnota posuzovaného podílu. Hlavním argumentem, který v citovaném nálezu k otázce diskontu za nelikviditu zaznívá je, že v případě squeeze-outu ve smyslu § 375 ZOK jde o nucenou transakci, kde osoba nabyvatele předmětných cenných papírů je od začátku procesu známa. Touto osobou bude vždy hlavní akcionář, a proto o nějakých nákladech způsobených obtížemi s hledáním potencionálního zájemce o cenné papíry nemůže být z povahy věci vůbec řeč.<sup>45</sup>

### 3.3.3. Přírážka za malou společnost

Dalším zásadním pravidlem při stanovování hodnoty přiměřeného protiplnění, se kterým se musí praxe popasovat, je přírážka za malou společnost, přesněji řečeno přírážka za malou tržní kapitalizaci. Meritem tohoto pravidla pro ocenění obchodního závodu je zohlednění velikosti, resp. stability společnosti vzhledem k předpokládaným výnosům dané společnosti. Optikou risk managementu představuje velká, finančně stabilní společnost pro potencionálního investora větší jistotu, že se jeho investice zhodnotí a nebude ztrátová. Při investování finančních prostředků do malých společností tato jistota absentuje a východiskem je úzus, že vyšší míra nejistoty v návratnost investice je vyvážena požadavkem a předpokladem investora, že se jeho investice bude hodnotit dynamicky. Na rozdíl od výše zmiňovaných diskontů za omezenou obchodovatelnost a diskontu za minoritní podíl, se Nejvyšší soud otázkou přípustnosti aplikace přírážky za malou společnost dosud nezabýval. V diskusi odborné veřejnosti se názory různí a je tedy otevřen prostor pro úvahu ohledně relevance a aplikovatelnosti přírážky za malou společnost při oceňování obchodního závodu pro účely vytěsnění menšinových akcionářů.

---

<sup>44</sup> DOLEŽIL, Tomáš, LASÁK, Jan. In LASÁK, Jan, DĚDIČ, Jan, POKORNÁ, Jarmila, ČÁP, Zdeněk a kol. *Zákon o obchodních korporacích. Komentář*. 2. Vydání. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2021, s. 1618

<sup>45</sup> Nález Ústavního soudu ze dne 27. listopadu 2018 sp. zn. III. ÚS 647/15

V první řadě je potřeba zodpovědět otázku, jakým způsobem může přírážka za malou tržní kapitalizaci ovlivnit hodnotu společnosti, resp. hodnotu akcií a dalších účastnických cenných papírů. Při stanovování hodnoty obchodního závodu výnosovou metodou je zásadním krokem stanovení tzv. diskontní míry. Stanovení výše diskontní míry a její náležité zdůvodnění by mělo být optikou menšinových akcionářů pod drobnohledem, neboť i nepatrná změna diskontní míry má podstatný vliv na závěr ohledně hodnoty předmětných účastnických cenných papírů, a tudíž i zásadní vliv pro stanovení minima přiměřeného protiplnění, které se má minoritním akcionářům dostat. Při aplikaci přírážky za malou společnost dochází ke zvýšení diskontní míry<sup>46</sup>, neboť znalec při určování hodnoty obchodního závodu bere v potaz, že u malé společnosti je z důvodu menší finanční stability společnosti vyšší investiční riziko, tedy menší míra jistoty investora, že společnost bude v budoucnu dosahovat stanovených hospodářských výsledků.<sup>47</sup> Závěr o vyšším investičním riziku u malých společností pramení z předpokladu, že investice do malé společnosti ve srovnání s investováním do velké společnosti s sebou nese úskalí, spočívající např. ve vyšším počtu konkurenceschopných subjektů na trhu, dále z faktu, že malá společnost bude mít ve srovnání s velkým závodem zpravidla horší podmínky pro čerpání bankovních úvěrů, či skutečnosti, že velká společnost bude z důvodu širší diverzifikace zákaznické základny lépe reagovat na výkyvy trhu, jenž mohou být pro malé společnosti likvidační.<sup>48</sup>

Jak bylo napsáno výše, judikatura našich vyšších soudů doposud nepřinesla odpověď na otázku aplikace přírážky za malou společnost a jak tomu již bývá, názory znějící z řad odborné veřejnosti se různí. Hlavním argumentem odpůrců aplikace za malou společnost je, že dovozují kauzální nexus mezi přírážkou za malou společnost a diskontem za omezenou obchodovatelnost obchodního podílu.<sup>49</sup> P. Zima upozorňuje na existenci celé řady zahraničních studií, jenž se danou problematikou zabývají a ze kterých lze vyvodit, že aspekty zohledňované v rámci přírážky za malou společnost jsou pouze přirozeným projevem omezené obchodovatelnosti předmětných cenných papírů.<sup>50 51</sup> Z toho důvodu autor posledně uvedené

---

<sup>46</sup> V důsledku zvýšení diskontní míry zákonitě dojde ke snížení hodnoty obchodního závodu a tím pádem i ke snížení přiměřeného protiplnění za účastnické cenné papíry v rámci squeeze-outu.

<sup>47</sup> MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy*. 4. vydání. Praha: Ekopress, 2018, 558 s.

<sup>48</sup> ZIMA, Petr. *Oceňování při squeeze-out*, *Právní rozhledy*, 2011, č. 8, s. 267

<sup>49</sup> ZIMA, Petr. *Oceňování podniků v právní praxi*. Praha: C. H. Beck, 2016, 272 s.

<sup>50</sup> ZIMA, Petr. Jeden článek a nové rozhodnutí Ústavního soudu sp. zn. III. ÚS 647/15, *Obchodněprávní revue*, 2019, č. 2, s. 41

<sup>51</sup> P. Zima explicitně tvrdí, že: „(...) důležité, že několik studií k velikostní prémii ztotožňuje tuto prémii s premií za nelikviditu, resp. uvádějí, že podstatná část velikostního efektu je vysvětlitelná právě nelikviditou či menší likviditou akcií menších společností. Velikostní premie zahrnuje i efekt nedostatečné likvidity akcií menších společností. Tento nedostatek likvidity způsobuje vyšší náklady na zobchodování těchto akcií, což má za následek

myšlenky odmítá přípustnost aplikace přírážky za malou společnost v kontextu ustálené judikatury vyšších soudů, ve které se jasně deklaruje nemožnost aplikace diskontu za omezenou obchodovatelnost při oceňování obchodního závodu pro účely nuceného přechodu účastnických cenných papírů.

S výše popsaným závěrem P. Zimy, který generálně vylučuje přípustnost aplikace přírážky za malou společnost se neztotožňuji, a to z následujících důvodů. Výše popisovaný závěr vyslovený i Nejvyšším soudem o nemožnosti aplikace diskontu za omezenou obchodovatelnost je nesporný, nicméně jsem názoru, že přírážka za malou společnost a diskontu za omezenou obchodovatelnost jsou dva rozdílné fenomény, jenž jsou projevem rozdílných skutečností. Přírážka za malou společnost, na rozdíl od diskontu za omezenou obchodovatelnost, není přírážkou na úrovni akcionáře, neboť svoji povahou dopadá na oceňovanou společnost jako takovou, na rozdíl od diskontu za omezenou obchodovatelnost, který je zohledněním skutečnosti, že by minoritní akcionář měl při prodeji svého podílu zvýšené náklady spojené s prodejem.<sup>52</sup> Jak správně konstatují autoři posledně citovaného článku, lze si bezesporu představit modelovou situaci, ve které budou z důvodu vysoké tržní poptávky akcie malé akciové společnosti dobře likvidním aktivem, nicméně tato skutečnost nijak zásadně neovlivní podmínky, za kterých tato společnost dosáhne na čerpání bankovních úvěrů, nezbytných pro dosažení vytyčených hospodářských výsledků. Stejně tak je reálná představa, že velká akciová společnost dosáhne v porovnání s malou akciovou společností na zdroje vnějšího financování snáze a za lepších podmínek, nicméně náklady spojené s prodejem podílu v takové společnosti mohou být v daný okamžik velmi vysoké. Z toho důvodu se domnívám, že přírážka za malou společnost a diskont za omezenou obchodovatelnost v rámci stanovení hodnoty společnosti reagují na odlišné skutečnosti, které se mohou ale nemusí překrývat, a proto není namístě generální tvrzení o nepřípustnosti přírážky za malou společnost.

Z ustálené judikatury Ústavního soudu pramení východisko, že základ pro stanovení přiměřeného protiplnění pro účely nuceného přechodu účastnických cenných papírů se stanoví jako alikvotní podíl na tržní hodnotě obchodního závodu, jenž byla zjištěna znaleckým posudkem s tím, že zvolení metody pro určení hodnoty je na úvaze soudního znalce, neboť tento je pro danou oblast odborníkem a akceptovatelný je jakýkoliv postup, který je *lege artis*,

---

*vyšší prémii, aby investoři za držení těchto méně likvidních akcií byli řádně kompenzováni. Tedy většina měření velikostní přírážky je přičitatelná právě nedostatku likvidity.*“

<sup>52</sup> Shodně DĚDIČ, Jan, LASÁK, Jan, BUCHTA, Filip. Aplikovatelnost velikostní přírážky při stanovení spravedlivé hodnoty akcií a výše přiměřeného protiplnění, *Právní rozhledy*, 202 ,č. 23-24, s. 801

i když na konkrétním postupu není v rámci odborné veřejnosti stoprocentní shoda.<sup>53</sup> Obecně lze konstatovat, že vzhledem k tomu, že v problematice přípustnosti, resp. nepřípustnosti aplikace diskontů a přírážek je hranice mezi skutkovou a právní otázkou velmi tenká, musí být vyloučení určitého postupu, či metody pro stanovení hodnoty podloženo jednoznačným a nepochybným právním argumentem, jako je tomu v případě diskontu za minoritní podíl a diskontu za omezenou obchodovatelnost. Vzhledem k tomu, že v případě přírážky za malou společnost nejsem přesvědčen o existenci tohoto jednoznačného a nepochybného právního argumentu, nevidím důvod, proč by přírážka za malou společnost neměla být aplikována.<sup>54</sup> Nicméně považuji za vhodné připomenout, že rozhodnutí o uplatnění, či neuplatnění přírážky za malou tržní kapitalizaci je na úvaze soudního znalce, který v každém případě bude muset náležitě odůvodnit proč a jakým způsobem v konkrétním případě přírážku za malou tržní kapitalizaci v rámci stanovení hodnoty obchodního závodu zohlednil, či nikoliv.

#### **3.3.4. Judikatura státu Delaware**

Když se v roce 2008 Ústavní soud zabýval otázkou, zda lze považovat zakotvení institutu nuceného přechodu účastnických cenných papírů za ústavně konformní, tak ve svém plenárním nálezu ze dne 27. března 2008, sp. zn. Pl. ÚS 56/05 mimo jiné deklaroval, že je věcí praxe jaká pravidla a metody se pro stanovení výše přiměřeného protiplatebu vyvinou, nicméně explicitně upozornil na legislativu a soudní praxi státu Delaware, kterou považuje pro oblast práva akciových společností za naprosto klíčovou a z toho důvodu relevantní i pro české právní prostředí.<sup>55</sup> Přestože můžeme squeeze-out vzhledem k časovému intervalu, po který je institut nuceného přechodu účastnických cenných papírů součástí českého právního řádu označit za etablovaný, na řadu otázek spojených s tímto institutem nám naše soudní praxe, ani právní věda doposud nepřinesla jednoznačné odpovědi. Z toho důvodu může být stále judikatura a legislativa státu Delaware pro české právo inspirací a návodem pro řešení řady nevyjasněných otázek, a to například v otázce aplikovatelnosti výše rozebírané přírážky za malou společnost. V návaznosti na předchozí podkapitolu bych rád upozornil na skutečnost, že v soudních rozhodnutích vyšších soudů státu Delaware, jenž se problematikou squeeze-outu zabývají, je

---

<sup>53</sup> Nález Ústavního soudu ze dne 27. března 2018, sp. zn. III. ÚS 647/15, shodně Nález Ústavního soudu ze dne 27. března 2008, sp. zn. Pl. ÚS 56/05, rovněž Nález Ústavního soudu ze dne 27. listopadu 2018, sp. zn. III. ÚS 647/15

<sup>54</sup> Shodně KVAČEK, Jiří, LUKÁŠ, Martin. Ocenění minoritního podílu při vytěsnění akcionářů. *Právní rádce*, 2020, s. 54

<sup>55</sup> Nález Ústavního soudu ze dne 27. března 2008, sp. zn. Pl. ÚS 56/05

zohlednění přírážky za malou tržní kapitalizaci běžnou praxí.<sup>56</sup> Příkladem uvádím přímou citaci z rozhodnutí Appraisal of SWS Group, Inc.,<sup>57</sup> kde tamní soud posuzuje, zdali byla správně stanovena výše přírážky za malou tržní kapitalizaci, správnost aplikace přírážky za malou tržní kapitalizaci jako takové není namítána žádnou ze stran sporu: „(...) *The experts agree that a size premium is appropriate here and that Duff & Phelps is the appropriate source to employ to estimate the size premium. However, they disagree as to which size premium should be used. Clarke uses a size premium of 2.69%, whereas Ruback uses a size premium of 4.22% (...) Both sides have presented some support for their respective size premiums that I find persuasive.*“ Skutečnost, že o relevanci velikostní přírážky jako takové není v soudní praxi státu Delaware pochyb, považuji za zásadní argument na podporu závěru vysloveného v předchozí podkapitole.

### 3.4. Výplata přiměřeného protiplnění

Realizace nuceného přechodu účastnických cenných papírů na hlavního akcionáře, zakládá bývalým minoritním akcionářům právo na přiměřené protiplnění za předmětné cenné papíry. Právo na přiměřené protiplnění je optikou právní teorie řazeno mezi relativní subjektivní práva a odpovídá mu povinnost hlavního akcionáře toto protiplnění poskytnout.<sup>58</sup> Konkrétní okamžik, kdy minoritnímu akcionáři vzniká nárok vůči hlavnímu akcionáři, se může lišit v závislosti na tom, zda a kdy menšinový akcionář splní svoji povinnost předložit společnosti své akcie, resp. všechny účastnické cenné papíry. Minoritní akcionáři tak musí učinit v zákonné lhůtě do třiceti dnů po přechodu vlastnického práva k těmto papírům a zákon explicitně říká, že dokud tak minoritní akcionář neučiní, nemůže požadovat přiměřené protiplnění.

Nejvyšší soud se zabýval otázkou splatnosti přiměřeného protiplnění v případě, kdy bývalý minoritní akcionář svoji povinnost předložit svoje účastnické cenné papíry v zákonné lhůtě třiceti dnů, ani v dodatečně lhůtě určené společností, která nesmí být kratší než 14 dnů, nesplnil a jeho účastnické cenné papíry byly prohlášeny za neplatné postupem podle § 387 odst. 2 ZOK ve spojení s § 346 odst. 1 ZOK. Nejvyšší soud konstatoval, že v takovém případě vzniká právo na přiměřené protiplnění dnem, kdy statutární orgán rozhodne o neplatnosti těchto papírů, neboť takovým rozhodnutím dochází k zániku v nich dosud inkorporovaného práva. To

---

<sup>56</sup> DĚDIČ, Jan, LASÁK, Jan, BUCHTA, Filip. Aplikovatelnost velikostní přírážky při stanovení spravedlivé hodnoty akcií a výše přiměřeného protiplnění, Právní rozhledy, 2021, č. 23-24, s. 801

<sup>57</sup> The Delaware Court of Chancery ze dne 30. 5. 2017, Appraisal of SWS Group, Inc., C.A. No.10554 – VCG, 2017 WL 2334852 (Del. Ch. May 30, 2017), s. 48, [online]. Dostupné na: <https://law.justia.com/cases/delaware/court-of-chancery/2017/ca-10554-vcg.html>

<sup>58</sup> KOTÁSEK, Josef. Vytěsnění anonymního akcionáře. *Časopis pro právní vědu a praxi*, 2006, roč. 14, č. 3. s. 256

znamená, že za okamžik vzniku práva na přiměřené protiplnění je třeba, stejně jako v případě, kdy minoritní akcionář, přesněji bývalý minoritní akcionář, splní povinnost předat společnosti listinné cenné papíry, považovat okamžik, kdy byl tento zbaven držby cenných papírů. Tím je jejich prohlášení za neplatné, neboť tímto okamžikem přestávají být cennými papíry a bývalý akcionář drží jen právo k hmotnému substrátu, do kterého nejsou inkorporována žádná práva akcionáře.<sup>59</sup>

Z textace zákona, konkrétně § 387 odst. 1 ZOK vyplývá, že začátek běhu zákonné třicetidenní lhůty je vázán na přechod vlastnického práva k předmětným účastnickým cenným papírům.<sup>60</sup> Pro posouzení, zda minoritní akcionáři splnili svoji povinnost předložit účastnické cenné papíry včas, či zda jsou se splněním této povinnosti v prodlení, je tedy zcela zásadní určení okamžiku, kdy přešlo vlastnické právo k předmětným papírům na hlavního akcionáře. Otázka okamžiku přechodu vlastnického práva ve vztahu k účastnickým cenným papírům v rámci squeeze-outu je řešena v § 385 ZOK a problematice je věnována následující podkapitola.

V rámci první kapitoly této práce byla pozornost věnována mj. výkladu, zda v rámci realizace nuceného přechodu účastnických cenných papírů podléhá přechodu na hlavního akcionáře rovněž nesplacené a nevydané akcie. S ohledem na smysl a účel celého institutu je žádoucí, aby došlo k úplnému vytěsnění všech minoritních akcionářů a tudíž režimu účastnických cenných papírů musí podléhat i nesplacené a nevydané akcie. Samozřejmě z povahy věci nelze po minoritních akcionářích požadovat, aby takové „akcie“ předkládali, nebo s nimi jinak operovali a je potřeba výkladem právní úpravu adekvátně adaptovat pro nevydané akcie, které nejsou ztělesněny v žádném hmotném substrátu. Co se vzniku práva na přiměřené protiplnění za nesplacené a nevydané akcie týče, v rámci odborné literatury panuje shoda na tom, že minoritní akcionáři, kteří se na základním kapitálu, či hlasovacích právech společnosti podíleli prostřednictvím nesplacených, či nevydaných akcií, mají vůči hlavnímu akcionáři právo na přiměřené protiplnění ode dne, kdy na hlavního akcionáře přešlo vlastnické právo k těmto nevydaným, či nesplaceným akciím.

#### **3.4.1. Přechod vlastnického práva k účastnickým cenným papírům.**

Zákon o obchodních korporacích v § 385 stanovuje, že vlastnické právo k předmětným účastnickým cenným papírům přechází uplynutím jednoho měsíce od zveřejnění zápisu

---

<sup>59</sup> Usnesení Nejvyššího soudu České republiky ze dne 20. 6. 2012, sp. zn. 29 Cdo 2321/2011

<sup>60</sup> Pro úplnost podotýkám, že pro určení začátku běhu zákonné třicetidenní lhůty se použijí obecná pravidla pro počítání času dle §605 an. NOZ, tedy prvním dnem lhůty bude den následující po dni ve kterém přešlo vlastnické právo k předmětným cenným papírům na hlavního akcionáře.

usnesení valné hromady do obchodního rejstříku. Lze tedy konstatovat, že k přechodu vlastnického práva k účastnickým cenným papírům dochází ze zákona při splnění následujících podmínek. První podmínkou je samozřejmě existence platného usnesení valné hromady, kterým byl nucený přechod účastnických cenných papírů schválen. Druhou podmínkou je zápis tohoto usnesení v obchodním rejstříku. A konečně uplynutí jednoho měsíce ode dne zveřejnění zápisu v obchodním rejstříku.<sup>61</sup> Vzhledem k obecným právním pravidlům pro počítání času je důležité konstatovat, že mezidobí od zveřejnění zápisu v obchodním rejstříku do uplynutí jednoho měsíce není určené k uplatnění žádného práva a v odborné literatuře není pochyb o tom, že jde povahou o dobu, nikoliv o lhůtu.<sup>62</sup> To znamená, že případně-li poslední den tohoto časového intervalu na sobotu, neděli nebo svátek, nedochází k prolongaci ve smyslu § 607 NOZ, kdy posledním dnem lhůty je pracovní den nejbližší následující.

Považuji za vhodné upozornit na skutečnost, že zákon rovněž ukládá povinnost statutárnímu orgánu společnosti usnesení valné hromady a závěry znaleckého posudku, je-li vyžadován, uveřejnit způsobem určeným zákonem o obchodních korporacích a stanovami dané společnosti pro svolání valné hromady a uložit veřejnou listinu v sídle společnosti k nahlédnutí. Statutární orgán společnosti tedy v souladu s předchozím umístí výše zmiňované dokumenty na internetových stránkách společnosti a zašle je akcionářům, popřípadě oznámí způsobem, jenž podle stanov nahrazuje rozesílání pozvánky na valnou hromadu.<sup>63</sup> Zákon stanovuje, že tuto povinnost musí statutární orgán společnosti vykonat bez zbytečného odkladu. Z judikatury vyplývá, že tuto lhůtu je potřeba posuzovat individuálně podle konkrétních okolností daného případu, nicméně Nejvyšší soud podotýká, že jde o časový interval v řádech dnů, maximálně týdnů.<sup>64</sup> V případě povinnosti statutárního orgánu společnosti ohledně uveřejnění předmětných dokumentů bude rozhodnou z povahy věci skutečností, která může mít vliv na posouzení časového intervalu pro splnění povinnosti zejména počet akcionářů, kterým se budou dokumenty doručovat.

---

<sup>61</sup> ŠPAČKOVÁ, Michala. Vybrané problémy právní úpravy squeeze-out. Brno, 2019. Disertační práce. Masarykova univerzita, Právnická fakulta, s. 131, [online] dostupné na: <https://is.muni.cz/th/rsy6d/>

<sup>62</sup> ŠUK, Petr. In ŠTENGLOVÁ, Ivana, HAVEL, Bohumil, CILEČEK, Filip, KUHN, Petr, ŠUK, Petr. *Zákon o obchodních korporacích*. 3. vydání. Praha: C. H. Beck, 2020, s. 755

<sup>63</sup> ŠUK, Petr. In ŠTENGLOVÁ, Ivana, HAVEL, Bohumil, CILEČEK, Filip, KUHN, Petr, ŠUK, Petr. *Zákon o obchodních korporacích*. 3. vydání. Praha: C. H. Beck, 2020, s. 756.

<sup>64</sup> Usnesení Nejvyššího soudu České republiky z 22. 9. 2015, sp. zn. 29 Cdo 2970/2013



## 4. Právo na dorovnání

Z důvodové zprávy k paragrafům 382 až 402 ZOK jasně plynou intence zákonodárce věnovat zvýšenou pozornost postavení minoritních akcionářů a v porovnání se starou právní úpravou rozvinout možnosti jejich obrany, a to především v rámci jejich práva domoci se přiměřeného protiplnění.<sup>65</sup> Vedle striktních zákonných a judikatorních podmínek pro uplatnění práva na squeeze-out, které musí hlavní akcionář pro úspěšné provedení celého procesu splnit, dává právo minoritním akcionářům řadu nástrojů, kterými mohou svá akcionářská práva aktivně bránit. Vzhledem k variabilitě možných způsobů pro stanovení hodnoty vytěšňovaných cenných papírů, jenž je základem pro stanovení přiměřeného protiplnění se může stát, že protiplnění schválené valnou hromadou akciové společnosti nebude přiměřené ve smyslu § 376 ZOK a pouhá pasivní zákonná ochrana minoritních akcionářů by nebyla dostatečná. Z toho důvodu zákonodárce umožňuje menšinovým akcionářům domáhat se po hlavním akcionáři práva na dorovnání protiplnění dle § 390 ZOK, a to i soudní cestou.

Na první pohled by se nabízel postup dle § 428 ZOK, tedy řešení v podobě práva akcionářů dovolávat se neplatnosti usnesení valné hromady, kterým byl schválen nucený přechod účastnických cenných papírů, a to pro rozpor s právními předpisy nebo stanovami, případně pro rozpor s dobrými mravy, nicméně tento postup není dle současné právní úpravy možný. Přesněji řečeno není možný v případě, že by důvodem pro vyslovení neplatnosti usnesení valné hromady měla být skutečnost, že protiplnění, které se má minoritním akcionářům dostat, není přiměřené. Důvodem této nemožnosti je existence speciální právní úpravy v § 390 ZOK. K ústavnosti takto uchopené zákonné koncepce, spočívající v nemožnosti minoritních akcionářů úspěšně zpochybňovat platnost usnesení valné hromady z důvodu nepřiměřenosti protiplnění, se vyjadřoval ve vztahu k tehdejší právní úpravě Ústavní soud.<sup>66</sup> Ústavní soud v posledně citovaném Nálezu dovodil, že tehdejší zákonná koncepce, kterou současná právní úprava volně převzala,<sup>67</sup> je ústavně konformní za předpokladu současné existence speciální normy, prostřednictvím které se budou moci minoritní akcionáři domáhat přezkumu adekvátnosti přiměřeného protiplnění pořadem práva. Ústavní soud ve stejném

---

<sup>65</sup> Z důvodové zprávy k ZOK: „Obdobně se jako právo každého akcionáře z dosavadní úpravy přebírá právo vytěsnění – squeeze-out, a to v podobě, jakou má dnešní zákon a jakou Ústavní soud shledal koncepčně jako ústavní (Pl. ÚS 56/05). Nově je však posílena ochrana minoritních akcionářů, zejména v otázkách přezkumu výše protiplnění(…)“

<sup>66</sup> Nález Ústavního soudu ze dne 27. 03. 2008, sp. zn. Pl. ÚS 56/05

<sup>67</sup> Tehdejší právní úprava, konkrétně § 183k zákona č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, hovořila o tom, že menšinový akcionář může „požádat soud o přezkoumání přiměřenosti protiplnění.“ Oproti tomu současná právní úprava obsažená v § 390 ZOK mluví o právu na dorovnání, nicméně vzhledem k tomu, že předmětem dorovnání je rozdíl mezi „spravedlivým“ přiměřeným protiplněním a skutečně poskytnutým protiplněním, musí soud logicky vždy přezkoumávat přiměřenost protiplnění.

rozhodnutí zdůvodnil, že vyloučení možnosti zneplatnění usnesení valné hromady pouze z důvodu nepřiměřenosti protiplnění, jenž se má minoritním akcionářům dostat je zcela racionální, neboť sebemenší rozdíl mezi spravedlivým protiplněním, které se mělo menšinovým akcionářům dostat a skutečně vyplaceným protiplněním, by zakládalo neplatnost valné hromady, což by bylo velmi nežádoucí s ohledem na princip právní jistoty.<sup>68</sup> Jak bylo řečeno úvodem této kapitoly, z důvodové zprávy k ZOK vyplývá záměr zákonodárce posílit postavení minoritních akcionářů, zejména v otázce přezkumu přiměřeného protiplnění.<sup>69</sup> Určitým projevem tohoto záměru je skutečnost, že právní úprava obsažená v § 390 ZOK je v porovnání s přechodí právní úpravou obsaženou v § 183k zákona č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, výrazně obsáhlejší.

#### **4.1. Realizace práva na dorovnání**

Pro pořádek si dovolím zopakovat, že z důvodu ústavnosti institutu nuceného přechodu účastnických cenných papírů jako takového, musí být minoritním akcionářům zachována možnost obrátit se na nestranný a nezávislý soud v případě, že nesouhlasí s výší protiplnění, které se jim bylo stanoveno usnesením valné hromady.<sup>70</sup> Tato možnost je minoritním akcionářům dána právě v podobě práva na dorovnání ve smyslu § 390 ZOK. Vzhledem k nemožnosti minoritních akcionářů domáhat se vyslovení neplatnosti usnesení valné hromady ve smyslu § 428 ZOK pro nepřiměřenost protiplnění, je právo na dorovnání v současné době jediným nástrojem, kterým se minoritní akcionáři mohou v rámci procesu vytěsnění aktivně bránit, pokud nesouhlasí s výší protiplnění, která byla schválena valnou hromadou a které se jim má za jejich účastnické cenné papíry dostat.

##### **4.1.1. Uplatnění práva na dorovnání u hlavního akcionáře**

Proces realizace práva na dorovnání lze rozdělit do dvou relativně samostatných kroků. Prvním krokem je uplatnění práva na dorovnání přímo u hlavního akcionáře. Tento krok je obligatorní a pokud tak minoritní akcionář neučiní v zákonem stanovené lhůtě 3 měsíců ode dne zveřejnění zápisu usnesení valné hromady v obchodním rejstříku, tak právo na dorovnání prekluduje a minoritní akcionář definitivně přichází o možnost úspěšně se domoci přezkumu přiměřeného protiplnění u soudu. Zákon nenařizuje pro uplatnění práva na dorovnání u hlavního akcionáře žádnou formu a vzhledem k zásadě bezformálnosti právního jednání tak lze

---

<sup>68</sup> Nález Ústavního soudu ze dne 27. 03. 2008, sp. zn. Pl. ÚS 56/05

<sup>69</sup> Důvodová zpráva k § 382 až 402 zákona č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích).

<sup>70</sup> Nález Ústavního soudu ze dne 27. 03. 2008, sp. zn. Pl. ÚS 56/05

učinil i ústně, nicméně vzhledem k případnému soudnímu sporu, ve kterém musí minoritní akcionář prokázat, že ve lhůtě 3 měsíců právo na dorovnání u hlavního akcionáře uplatnil, je vhodné tak učinit písemně, resp. v jakékoliv formě, kterou bude možné prokázat, že k uplatnění předmětného práva skutečně došlo.<sup>71</sup> Zákon nestanovuje ani obsahové náležitosti pro uplatnění práva na dorovnání, nicméně judikatura zaujala jednoznačné stanovisko, že minoritní akcionář nemusí uvádět konkrétní částku protiplnění, kterou považuje za přiměřenou.<sup>72</sup> Za dosud nepřekonané rozhodnutí Nejvyššího soudu je odbornou veřejností považováno Usnesení Nejvyššího soudu ze dne 16. 12. 2009, sp. zn. 29 Cdo 4712/2007, ve kterém Nejvyšší soud vyslovil směrem k tehdejší právní úpravě názor, že pokud menšinový akcionář v rámci práva na dorovnání uvede částku, kterou považuje za přiměřenou, není soud tímto návrhem vázán, a to z důvodu existence zákonného způsobu vypořádání vztahu mezi akcionáři. Nejvyšší soud v posledně uvedeném rozhodnutí říká: „*Obchodní zákoník (konkrétně ustanovení § 183k) předpokládá, že soud určí výši přiměřeného protiplnění, čímž v intencích ustanovení § 153 odst. 2 o. s. ř. vypořádá vztah mezi účastníky řízení způsobem předjímaným tímto právním předpisem (v návaznosti na ustanovení § 183k odst. 3. věty první. obch. zák. tak dokonce učiní způsobem závazným i pro další – tam zmíněné – osoby). Proto také soud při rozhodování o takovém návrhu za zahájení řízení není vázán tím, jak navrhovatel v tzv. žalobním petitu zformuloval svou představu o výši přiměřeného protiplnění na jednu akcii*“. Vzhledem ke skutečnosti, že minoritní akcionář není povinen uvádět jeho představu ohledně přiměřeného protiplnění v návrhu na zahájení soudního řízení, tím spíše tento údaj není povinnou náležitostí v rámci mimosoudního uplatňování práva na dorovnání u hlavního akcionáře. Lze učinit dílčí závěr, že mimosoudní žádost hlavnímu akcionáři, kterou se minoritní akcionář domáhá práva na dorovnání, musí splňovat pouze obecné náležitosti právního jednání.

První odstavec ustanovení § 390 ZOK se ke dni 1.1.2021 dočkal důležité změny. Dosavadní textace právní úpravy umožňovala vytěsněným minoritním akcionářům uplatňovat u hlavního akcionáře právo na dorovnání až poté, co se jejich právo na protiplnění stalo splatným. Tato zákonná konstrukce byla řadou odborníků považována přinejmenším za nešťastnou, neboť vytvářela časový interval, kdy vytěsněným akcionářům sice běžela prekluzivní, tříměsíční lhůta, nicméně nemohli své právo uplatnit, neboť dosud nenastala splatnost jejich přiměřeného protiplnění. Vzhledem k tomu, že marné uplynutí tříměsíční lhůty má za následek zánik práva na dorovnání, čili velmi přísný následek, jistě nebylo v úmyslu

---

<sup>71</sup> ŠUK, Petr. In ŠTENGLOVÁ, Ivana, HAVEL, Bohumil, CILEČEK, Filip, KUHN, Petr, ŠUK, Petr. Zákon o obchodních korporacích. 3. vydání. Praha: Nakladatelství C. H. Beck, 2020. s. 675

<sup>72</sup> Usnesení Nejvyššího soudu ze dne 25. 11. 2015, sp. zn. 29 Cdo 4778/2014

zákonodárce tuto lhůtu vytěsněným akcionářům jakkoliv zkracovat. V krajní situaci mohla nastat situace, že právo prekludovalo dříve, než by mohlo být uplatněno.<sup>73</sup>

Z toho důvodu bylo z textace zákona vypuštěno slovní spojení „od splatnosti protiplnění“, nicméně nově zákon nestanovuje začátek této lhůty pro uplatnění práva na dorovnání. V komentářové literatuře se názory ohledně okamžiku, od kterého lze nejdříve uplatnit právo na dorovnání, rozcházejí. Lze se setkat s názorem, že minoritní akcionáři mohou u hlavního akcionáře uplatňovat právo na dorovnání už od okamžiku, kdy statutárním orgánem společnosti došlo ke svolání valné hromady dle § 377 ZOK.<sup>74</sup> S tímto názorem se neztotožňují, neboť ve fázi svolání valné hromady ještě vůbec není jisté, jestli celý proces nuceného přechodu účastnických cenných papírů proběhne a stejně tak není jisté, zdali minoritním akcionářům nějaké právo na přiměřené protiplnění vznikne. Výše vyslovený názor počítá pouze s variantou, že k procesu vytěsnění skutečně dojde a minoritním akcionářům vznikne právo na protiplnění. Nicméně jak bylo zmíněno výše, ve fázi svolání valné hromady není postavené najisto, že tato práva minoritním akcionářům vzniknou a umožnit těmto akcionářům bránit se výši protiplnění, na které jim vůbec nemusí vzniknout právo, je předčasné a nelogické. Jiný právní názor říká, že první moment, od kterého lze právo na dorovnání uplatňovat a domáhat se tak přezkoumání výše protiplnění, nastává od okamžiku rozhodnutí valné hromady o přechodu účastnických cenných papírů.<sup>75</sup> S tímto názorem lze pouze souhlasit, neboť je z povahy věci jisté, že právo minoritních akcionářů na přiměřené protiplnění vznikne a akcionáři již mají k dispozici potřebnou dokumentaci pro seznámení se s výši protiplnění, která se jim má dostat.

#### **4.1.2. Uplatnění práva na dorovnání u soudu**

Pokud se spor mezi minoritním akcionářem a hlavním akcionářem ohledně výše protiplnění, jenž se má minoritnímu akcionáři dostat, nepodaří vyřešit mimosoudně, může se tento domáhat určení výše spravedlivého protiplnění před soudem. Ačkoliv je z dikce zákona zjevný záměr zákonodárce, aby vytěsněný akcionář, který je nespokojený s výši protiplnění, jenž schválila valná hromada společnosti, uplatňoval své právo na dorovnání nejdříve mimosoudně, přímo u hlavního akcionáře, v teoretické rovině se může práva na dorovnání domáhat rovnou u soudu.<sup>76</sup>

---

<sup>73</sup> DOLEŽIL, Tomáš, LASÁK, Jan. In LASÁK, Jan, DĚDIČ, Jan, POKORNÁ, Jarmila, ČÁP, Zdeněk a kol. *Zákon o obchodních korporacích. Komentář*. 2. Vydání. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2021, s. 1641

<sup>74</sup> ŠUK, Petr. In ŠTENGLOVÁ, Ivana, HAVEL, Bohumil, CILEČEK, Filip, KUHN, Petr, ŠUK, Petr. *Zákon o obchodních korporacích*. 3. vydání. Praha: Nakladatelství C. H. Beck, 2020. s. 764

<sup>75</sup> DOLEŽIL, Tomáš, LASÁK, Jan. In LASÁK, Jan, DĚDIČ, Jan, POKORNÁ, Jarmila, ČÁP, Zdeněk a kol. *Zákon o obchodních korporacích. Komentář*. 2. Vydání. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2021, s. 1640

<sup>76</sup> Tamtéž

Podmínky uplatnění práva na dorovnání jsou upraveny v § 390 odst. 3 ZOK. I předmětný třetí odstavec se novelou účinnou ke dni 1.1.2021 dočkal úprav, které částečně vedly k odstranění obsahových nejasností. Zákodárce úpravou textace stanovil najisto, že soud musí v rozhodnutí v první řadě určit výši částky, kterou musí hlavní akcionář dorovnat, aby protiplnění bylo přiměřené ke každému druhu akcie zvlášť, resp. ke každému druhu účastnických cenných papírů zvlášť. V řadě druhé musí soud v rozhodnutí stanovit celkovou částku, kterou je hlavní akcionář povinen dorovnat a uloží mu povinnost tuto částku, upravenou o částku úroků dle § 388 a úroku z prodlení, složit do soudní úschovy. Jak již bylo zmíněno výše, soud není v rámci přezkumu přiměřeného protiplnění vázán částkou, kterou minoritní akcionář uvádí v žalobním návrhu, a to jak směrem nahoru, tak směrem dolů, neboť způsob vypořádání bývalých společníků je stanoven zákonem o obchodních korporacích. Způsob vypořádání je tedy stanoven právním předpisem a soud musí v souladu s § 153 odst. 2 zákona č. 99/1963 Sb., občanský soudní řád, rozhodnout o majetkových poměrech bývalých společníků tak, jak je předjímáno právním předpisem.<sup>77</sup>

---

<sup>77</sup> Usnesení Nejvyššího soudu ze dne 25. 11. 2015, sp. zn. 29 Cdo 4778/2014

## 5. Závěr

I přes skutečnost, že se institut nuceného přechodu účastnických cenných papírů jeví především jako nástroj pro akviziční operace, jeho aplikace může, pro někoho možná překvapivě, vést k vyřešení dlouhodobých sporů mezi akcionáři a k celkovému zlepšení fungování společnosti jako takové. Valná většina akciových společností po celém světě je zakládána za účelem dosahování zisku a snahy ekonomického růstu. Postupným vývojem, či změnou podstatných okolností se může stát, že existence minoritních společníků je pro společnost více, či méně kontraproduktivní a společnost kvůli nim nemůže plně využívat svého ekonomického potenciálu. Právě squeeze-out představuje řešení tohoto pro společnost nepříznivého stavu, kdy dochází k radikálnímu zjednodušení společné struktury, nicméně v souladu se zákonem a s patřičnou mírou reciprocit vůči vytěsňovaným společníkům. Z toho důvodu má mít institut nuceného přechodu účastnických cenných papírů své místo v každém moderním právním řádu. Základním právním předpisem korporátního práva je zákon o obchodních korporacích a tento, jakožto každý základní právní předpis, nesmí mít přílišný fragmentální charakter a z toho důvodu není a nemůže být právní úprava zcela vyčerpávající a řešení řady významových nejasností je přenecháno soudní praxi a v neposlední řadě právní dogmatice. To, že jde o institut svojí povahou rizikový, deklaroval i Ústavní soud, a proto musíme stále věnovat zvýšenou pozornost, zda jsou při realizaci práva na squeeze-out dodrženy všechny zákonné podmínky, stejně jako podmínky, které tokem času formovala judikatura. Meritem této práce byla převážně rešerše judikatury vyšších soudů, zejména ve vztahu ke způsobům určení výše přiměřeného protiplnění. Když se Ústavní soud zabýval ústavností práva na squeeze-out, zcela transparentně deklaroval, že způsoby určení výše přiměřeného protiplnění, je v rukou praxe. Ač je správné určení výše přiměřeného protiplnění zcela esenciálním krokem, nepanuje na řadu otázek ohledně způsobů a metod pro stanovení spravedlivé výše přiměřeného protiplnění názorová shoda. Je tomu tak nejspíše z důvodu diverzity možností pro stanovení hodnoty obchodního závodu. Výjimku představují diskont za minoritní podíl a diskont za omezenou obchodovatelnost obchodního podílu, u kterých není pochyb o nemožnosti jejich aplikace. Jinak je tomu v případě přírážky za malou tržní kapitalizaci, kde se názory na možnost, či nemožnost aplikace různí. V rámci této práce jsem se pokusil zmínit nejdůležitější argumenty, které v diskusi odborné veřejnosti znějí pro i proti přípustnosti aplikace a po zvážení všech, jsem se přiklonil k názoru, že neexistuje natolik přesvědčivý právní argument, na základě kterého by šlo aplikaci této přírážky generálně

vyloučit, jako tomu je v případě výše zmíněných diskontů za minoritní podíl a za omezenou obchodovatelnost.

Obligatořní podmínkou pro úspěšný průběh procesu vytěsňování v akciové společnosti, jejíž akcie nebyly přijaty k obchodování na regulovaném trhu, je doložení znaleckého posudku. V současné době je úloha výběru soudního znalce v plně v rukou hlavního akcionáře, což přirozeně může vzbuzovat pochybnost ohledně objektivitě znaleckého posudku. Tato skutečnost je glosována i v judikatuře Ústavního soudu, kde je konstatováno, že důvěra v nezájatost a nestrannost znaleckého zkoumání pro účely squeeze-outu může být podlomena nejen skutečností, že soudního znalce vybírá hlavní akcionář, ale především proto, že hlavní akcionář poskytuje znalci za zpracování posudku odměnu. Proto je v rámci práce nemalá pozornost věnována právě otázce výběru soudního znalce. Přestože byla Ústavním soudem opakovaně vyslovena ústavnost celého procesu nuceného přechodu účastnických cenných papírů, a to po zohlednění skutečnosti, že soudního znalce vybírá a odměňuje hlavní akcionář, který celý proces iniciuje, dovolil jsem si nastínit legislativní změnu, která by dle mého názoru byla krokem dopředu.

Jsem přesvědčen, že by ke zvýšení objektivitě přiměřeného protiplnění přispělo, kdyby zákonodárce svěřil výběr soudního znalce do rukou soudu. Považoval bych za vhodné, aby hlavní akcionář soudu dával pouze podnět ke jmenování znalce, ale nemohl by nijak ovlivnit jeho výběr. Tímto krokem by se předešlo znaleckým posudkům, které v rozporu se zákonem zohledňují ekonomické zájmy hlavního akcionáře. Vhodnost toho řešení dokresluje i skutečnost, že obdobná praxe funguje v právních řádech okolních států, které jsou českému zákonodárci nezdárka inspirací. I když je tendence zákonodárce zatěžovat soudní soustavu co možná nejméně, nemyslím si, že by touto změnou nedošlo k citelnému zatížení soudní soustavy, a to vzhledem k frekvenci vytěsňování minoritních akcionářů v českém prostředí a k faktu, že výběr a jmenování soudního znalce není časově náročná záležitost.

## 6. Seznam použitých zdrojů:

### 6.1. Právní předpisy

1. Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, ve znění pozdějších předpisů
2. Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, v posledním platném znění
3. Zákon č. 90/2012 Sb., zákon o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích), ve znění pozdějších předpisů
4. Zákon č. 99/1963 Sb. občanský soudní řád, ve znění pozdějších předpisů
5. Zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech, ve znění pozdějších předpisů
6. Zákon č. 254/2019 Sb., o znalcích, znaleckých kancelářích a znaleckých ústavech
7. Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/25/ES ze dne 21. dubna 2004 o nabídkách převzetí (Třináctá směrnice). In: EUR-lex [právní informační systém]. Úřad pro publikace Evropské unie [cit. 2020-03-29]. Dostupné na : <http://eur-lex.europa.eu/>

### 6.2. Komentáře

1. ŠTENGLOVÁ, Ivana, HAVEL, Bohumil, CILEČEK, Filip, KUHN, Petr, ŠUK, Petr. *Zákon o obchodních korporacích*. 3. vydání. Praha: C. H. Beck, 2020, 574 s.
2. HULMÁK, Milan a kol.: *Občanský zákoník VI. Závazkové právo. Zvláštní část (§ 2055–3014)*. Komentář. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2014, 660 s.
3. LASÁK, Jan, DĚDIČ, Jan, POKORNÁ, Jarmila, ČÁP, Zdeněk a kol. *Zákon o obchodních korporacích. Komentář*. 2. Vydání. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2021, 1617 s.
4. DAVID, Ludvík, IŠTVÁNEK, František, JAVŮRKOVÁ, Naděžda, KASÍKOVÁ, Martina, LAVICKÝ, Petr a kol. *Občanský soudní řád*. Komentář. 1. díl. Praha: Wolters Kruwer, 2009, 583 s.
5. ŠÁMAL, Pavel. a kol. *Trestní zákoník*, 2. vydání, Praha: C.H.Beck, 2012, 3241 s.

### 6.3. Monografie

1. DVOŘÁK, Tomáš. *Akciová společnost*. 1. vydání. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2016, 141 s.
2. HEJDA, Jan. *Akciová společnost*. 1. Vydání. Olomouc: ANAG, 2014, 134 s.
3. DĚDIČ, Jan, KRÍŽ, Radim, ŠTENGLOVÁ, Ivana. *Akciové společnosti*. 3. vydání. Praha: C. H. Beck, 2000, 129 s.



4. HENDRYCH, Dušan, a kol. *Právníký slovník*, 3. vydání. Praha, C.H. Beck: 2009, 231 s.
5. KOTÁSEK, Josef a kol. *Právo cenných papírů*. 1. Vydání. Praha: C.H. Beck, 2014, 242 s.
6. KISLINGEROVÁ, Eva, *Oceňování podniku*, 2.vydání. Praha: C.H. Beck, 2001, 144 s.
7. MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy*. 4.vydání. Praha: Ekopress, 2018, 558 s.
8. ZIMA, Petr. *Oceňování podniků v právní praxi*. Praha: C. H. Beck, 2016, 272 s.

#### 6.4. Judikatura

1. Nález Ústavního soudu ze dne 27. března 2008, sp. zn. Pl. ÚS 56/05
2. Usnesení Nejvyššího soudu ze dne 23. února 2011, sp. zn. 29 Cdo 4946/2009
3. Rozsudek Nejvyššího soudu ze dne 4. června 2019, sp. zn. 27 Cdo 660/2018-II
4. Rozsudek Nejvyššího soudu ze dne 15. listopadu 2004, sp. zn. 29 Odo 338/2004
5. Rozsudek Nejvyššího soudu ze dne 27. října 2020, sp. zn. 27 Cdo 226/2019
6. Usnesení Nejvyššího soudu ze dne 23. srpna 2018, sp. zn. 29 Cdo 4568/2016
7. Usnesení Nejvyššího soudu ze dne 19. června 2012, sp. zn. 29 Cdo 2214/2010
8. Usnesení Nejvyššího soudu ze 14. října 2020, sp. zn. 27 Cdo 876/2020
9. Nález Ústavního soudu ze dne 27. listopadu 2018 sp. zn. III. ÚS 647/15
10. Usnesení Nejvyššího soudu ze dne 29. května 2018 sp. zn. 29 Cdo 4435/2016
11. Nález Ústavního soudu ze dne 6. března 2018 sp. zn. III. ÚS 4160/16
12. Nález Ústavního soudu ze dne 6. května 2003 sp. zn. I. ÚS 483/01
13. Rozsudek Nejvyššího soudu ze dne 29. července 2010, sp. zn. 21 Cdo 2458/2009
14. Usnesení Nejvyššího soudu ze dne 17. června 2008, sp. zn. 22 Cdo 1290/2007
15. Usnesení Nejvyššího soudu ze dne 29. května 2018, sp. zn. 29 Cdo 2025/2016
16. Rozsudek Nejvyššího soudu ze dne 9. února 2011, sp. zn. 22 Cdo 1561/2010
17. Nález Ústavního soudu 27. listopadu 2018 sp. zn. III. ÚS 647/15
18. Usnesení Nejvyššího soudu ze dne 31. ledna 2013, sp. zn. 29 Cdo 723/2011
19. Nález Ústavního soudu ze dne 27. března. 2018, sp. zn. III. ÚS 647/15
20. Usnesení Nejvyššího soudu České republiky ze dne 20. června 2012, sp. zn. 29 Cdo 2321/2011
21. Usnesení Nejvyššího soudu České republiky z 22. září 2015, sp. zn. 29 Cdo 2970/2013
22. Usnesení Nejvyššího soudu ze dne 16. prosince 2009, sp. zn. 29 Cdo 4712/2007

23. Usnesení Nejvyššího soudu ze dne 25. listopadu 2015, sp. zn. 29 Cdo 4778/2014
24. The Delaware Court of Chancery ze dne 30. 5. 2017, Appraisal of SWS Group, Inc., C.A. No.10554 – VCG, 2017 WL 2334852 (Del. Ch. May 30,2017)

## 6.5. Odborné články

1. ŠPAČKOVÁ, Michala. Zásada rovného zacházení se všemi akcionáři. *Obchodněprávní revue*, 2016, č. 1, s. 1
2. ŠPAČKOVÁ, Michaela. Přípustnost dočasného nabytí cenných papírů za účelem dosažení podmínek squeeze-out. *Obchodněprávní revue*, 2021, č. 2, s.77
3. ZIMA, Petr. Oceňování při squeeze-out, *Právní rozhledy*, 2011, č. 8, s. 267
4. ZIMA, Petr. Jeden článek a nové rozhodnutí Ústavního soudu sp. zn. III. ÚS 647/15, *Obchodněprávní revue*, 2019, č. 2, s. 41
5. DĚDIČ, Jan, LASÁK, Jan, BUCHTA, Filip. Aplikovatelnost velikostní přírážky při stanovení spravedlivé hodnoty akcií a výše přiměřeného protiplnění, *Právní rozhledy*, 202 ,č. 23-24, s. 801
6. KVAČEK, Jiří, LUKÁŠ, Martin. Ocenění minoritního podílu při vytěsnění akcionářů. *Právní rádce*, 2020, č.10, s. 54
7. KOTÁSEK, Josef. Vytěsnění anonymního akcionáře. *Časopis pro právní vědu a praxi*, 2006, roč. 14, č. 3. s. 256

## 6.6. Ostatní

1. Důvodová zpráva k zákonu č. 90/2012 Sb. o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích)
2. ŠPAČKOVÁ, Michala. *Vybrané problémy právní úpravy squeeze-out [online]*. Brno, 2019 [cit. 2020-03-29]. Dostupné na: <<https://is.muni.cz/th/rsy6d/>>. Disertační práce. Masarykova univerzita, Právnická fakulta. Vedoucí práce Josef Kotásek.

## **7. Abstrakt**

Tématem této práce je objasnění vybraných otázek nuceného přechodu účastnických cenných papírů v akciové společnosti. V rámci práce je značná pozornost věnována problematice přiměřeného protiplnění, konkrétně způsobům a metodám pro určení hodnoty obchodního závodu, protože správné stanovení hodnoty obchodního závodu je esenciálním předpokladem pro určení spravedlivého protiplnění pro minoritní akcionáře. Vzhledem k časovému intervalu, po který je institut nuceného přechodu účastnických cenných papírů součástí právního řádu, je důležitým aspektem práce analýza dosavadní judikatury vyšších soudů. Obligatorní podmínkou pro úspěšný průběh procesu vytěsnění v akciové společnosti, jejíž akcie nebyly přijaty k obchodování na regulovaném trhu, je doložení znaleckého posudku. Skutečnost, že je soudní znalec vybírán hlavním akcionářem je velmi často předmětem kritiky, v rámci práce je tedy věnována pozornost i této otázce a je nastíněno možné řešení pro futuro.

## **8. Klíčová slova**

nucený přechod účastnických cenných papírů, squeeze-out, akciová společnost, hlavní akcionář, přiměřené protiplnění, soudní znalec, vytěsnění

## **9. Abstract**

The topic of this thesis is to clarify selected issues of compulsory passage of participating securities in a joint stock company. Within the thesis, considerable attention is paid to the issue of reasonable consideration, specifically to the ways and methods for determining the value of the business establishment, because the correct determination of the value of the business establishment is an essential prerequisite for determining fair consideration for minority shareholders. Given the time interval for which the institute of compulsory passage of participating securities is part of the legal order, an important aspect of the work is the analysis of the existing case law of higher courts. An obligatory condition for the successful process of squeeze-out in a joint-stock company whose shares have not been admitted to trading on a regulated market is the provision of an expert opinion. The fact that the expert witness is selected by the main shareholder is very often the subject of criticism, so the thesis also pays attention to this issue and outlines a possible solution for the future.

## **10. Key words**

compulsory passage of participating securities, squeeze-out, joint stock company, main shareholder, reasonable consideration, expert witness, freeze-out