

Přiměřené vypořádání (protiplnění) při vytěsněních[#]

*Tomáš Buus**

Úvod

Tento článek je přímou reakcí na Kohoutka a kol. (2018), kteří představili svůj názor na správné oceňování při vytěsněních v tomto časopise, ročník 2018, číslo 2. Mým cílem je vysvětlit, co je dle mého názoru v jejich článku nesprávné, a uvést problém do širší perspektivy. Citovaný článek Kohoutka a kol. (2018) je totiž vykročením doprostřed problému, který autoři nedostatečně analyzovali a také jej zčásti směšují s dalšími otázkami oceňování podniku. Jde o diskonty za minoritu, přírážky k nákladům kapitálu za malou velikost, diskonty za nelikvidnost, statistiky posudků na vytěsnění či volby kategorie hodnoty při vytěsnění. Všechny nelze ani dosti dobře vyřešit v jednom příspěvku. Proto se nyní soustředím na řešení otázky volby kategorie hodnoty při vytěsněních. O jak naléhavou otázku jde, dokazuje statistika vytěsňování minoritních akcionářů za červenec 2005 – srpen 2013 (Kučera, 2013), když za toto období proběhlo 469 valných hromad schválivších vytěsnění o celkovém objemu téměř 17,8 mld. Kč!

Vymezení základních pojmů

Vytěsněním budu v tomto článku souhrnně nazývat tzv. vytěsnění pravé i nepravé. Tyto žargonové pojmy a jejich aplikace, včetně vymezení výše protiplnění jsou definovány:

1) Vytěsnění pravé

- a. Do konce roku 2013 bylo pravým vytěsněním právo výkupu účastnických cenných papírů upravené § 183i a násl. zákona č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník (dále jen „obchodní zákoník“ nebo „obch.zák.“).

O přechodu všech ostatních účastnických cenných papírů společnosti na osobu hlavního akcionáře s podílem více než 90 % na hlasovacích právech rozhodovala valná hromada a svolávalo ji představenstvo cílové společnosti. Hlavní akcionář dokládal přiměřenost protiplnění (bez specifikace, čemu má být přiměřené) znaleckým posudkem znalce (§ 183m obch.zák.). Nicméně, vytěsnění umožňovalo hlavnímu akcionáři rovněž stanovit protiplnění bez doložení znaleckým posudkem (§ 183n obchodního zákoníku), když ve lhůtě několika měsíců od nabytí 90% podílu na základě povinné či dobrovolné nabídky převzetí bylo možno za přiměřené protiplnění označit nabídkovou cenu z nabídky převzetí.

[#] Článek je zpracován jako jeden z výstupů výzkumného projektu Fakulty financí a účetnictví VŠE Praha, který je realizován v rámci institucionální podpory VŠE IP100040.

^{*} Ing. Tomáš Buus, Ph.D. – odborný asistent; Katedra financí a oceňování podniku, Fakulta financí a účetnictví, Vysoká škola ekonomická v Praze, nám. W. Churchilla 4, 130 67 Praha 3, Česká republika; <buust@vse.cz>.

- b. Od roku 2014 se pod pravým vytěsněním rozumí nucený přechod účastnických cenných papírů upravený § 375 a násl. zákona č. 90/2012 Sb., zákon o obchodních společnostech a družstvech (dále jen „zákon o obchodních korporacích“ nebo „ZOK“).

Úprava jmenování znalce a určení výše protiplnění je obdobná, jako byla ve starém obchodním zákoníku. Ustanovení § 390 odst. 1 ZOK však dále konkretizuje pojem přiměřenosti: „*Vlastníci účastnických cenných papírů se mohou od splatnosti protiplnění domáhat po hlavním akcionáři práva na dorovnání, není-li poskytnuté protiplnění přiměřené hodnotě účastnických cenných papírů ke dni přechodu vlastnického práva na hlavního akcionáře.*“

2) Vytěsnění nepravé

- a. Do roku 2007 včetně byl upraven vytěsnění nepravé v § 220p obchodního zákoníku (před nabytím účinnosti zákona 125/2008 Sb.), podle něhož o převzetí jmění rozhodovala valná hromada a přiměřené vypořádání za akcie přešlé na hlavního akcionáře (bez další specifikace, čemu má být přiměřené) se dokládalo posudkem znalce.
- b. Od nabytí účinnosti zákona č. 125/2008 Sb., o přeměnách obchodních společností a družstev (dále jen „zákon o přeměnách“ nebo „zák.přem“) pak je vytěsnění nepravé upraveno tam. Jmenování znalce je nově poněkud komplikovanější. Nicméně, opět se má posudkem znalce dokládat přiměřenost výše vypořádání. Přitom (§ 341 odst. 1 zákona o přeměnách): „*Výše vypořádání poskytovaného ostatním společníkům zanikající společnosti musí být přiměřená reálné hodnotě jejich podílů.*“

Není, a asi ani nemůže být, specifikováno, zda jde o hodnotu pro většinového či menšinového akcionáře (společníka) či poměrný podíl na tržní hodnotě jmění emitenta.

Jak lze rozumět shora uvedeným, poněkud heterogenním, ustanovením o určení výše protiplnění, se pokusím nastínit po analýze dalších okolností, které jsou společné všem zmíněným případům.

Jelikož je vytěsnění svého druhu převzetím, přesněji řečeno dosažením absolutní kontroly nad určitou korporací, budu onu korporaci v souladu se standardní ekonomickou terminologií nazývat cílovou společností.

Metodika OCE a ZNAL ČNB (dříve Komise pro cenné papíry)

K metodám ocenění při vytěsnění se vyjadřuje i metodika OCE České národní banky¹ (2014), resp. dříve ZNAL KCP (2004). Metodiku OCE ČNB (2014) je nutno nahlížet prizmatem dalších okolností a také vykládat v celku.²

¹ Dále jen „ČNB.“

² Což bohužel Kohoutek a kol (2018) neučinili.

Metodika OCE ČNB (2014) je primárně zaměřena na nabídky převzetí, byť se týká i vytěsnění, avšak pouze účastnických cenných papírů obchodovaných na regulovaném trhu. Její pasáž týkající se odhadu hodnoty účastnického cenného papíru podle kurzu je tak nepoužitelná pro akcie neobchodované na regulovaných trzích. V částech, které nereferují ke kurzu, resp. vlastnostem specifickým pro akcie obchodované na regulovaných trzích, lze z metodiky zřejmě vyjít analogicky, což ostatně činí i Kohoutek a kol. (2018).

Metodika OCE vznikla v roce 2010 a aktualizována byla v roce 2014. Změny v metodice OCE oproti metodice ZNAL KCP (2004), která od určení protiplnění podle kurzu zcela abstrahovala, mohou souviset se zlepšením ochrany investorů a zefektivněním českého kapitálového trhu. Proto je metodika OCE pro vytěsnění před rokem 2010 nepoužitelná.

Kohoutek a kol. (2018) citují metodiku OCE ČNB (2014) správně na str. 6 a 7 svého článku:

- citace č. 5: kritéria a postupy ocenění jsou ponechány na praxi,
- citace č. 6: hodnota akcie se určuje jako alikvotní podíl na hodnotě čistého obchodního majetku,
- citace č. 7: ZoOK a ZoNP používají pojem „hodnota“ bez určení, jakou kategorii hodnoty měl zákonodárce na mysli,
- citace č. 8: definice tržní hodnoty akcií,
- citace č. 9: primární indikací hodnota cenného papíru je kurz na regulovaném trhu).

Z citace č. 7 Kohoutek a kol. (2018) však nesprávně a/nebo přinejmenším spekulativně dovozují v obecné rovině, že se (v dikci metodiky OCE ČNB (2014) „*jedná o částku, za kterou by bylo možné směnit účastnický cenný papír a nikoli všechny účastnické cenné papíry jako celek*“). Rovněž další závěry Kohoutka a kol. (2018) dovozené z metodiky OCE ČNB (2014), o aplikovatelnosti srážek za minoritu a za nelikvidnost (s výsledku ocenění), resp. přirážek za totéž (k nákladům kapitálu) jsou nesprávné, resp. spekulativní, jak dále zdůvodním.

Je třeba připomenout historii metodiky ČNB, resp. Komise pro cenné papíry (dále jen „KCP“), kde se pojem „fair value“ vůbec neuvádí a dostal se až do metodiky platné později (nejdříve od roku 2010, srov. verzování v OCE ČNB 2014), která zdánlivě kontradiktorně prosazuje koncept hodnoty cenného papíru jako poměrného podílu na tržní hodnotě jmění a zároveň jako kurzu na regulovaném trhu. Zdánlivost kontradikce je dána tím, že mezi metodikou ZNAL KCP (2003, 2004) a OCE ČNB (2014) došlo ke změně legislativy: „... dne 1. dubna 2008 s účinností zákona o nabídkách převzetí, který v souladu se směrnicí Evropského parlamentu a Rady 2004/25/ES ze dne 21. dubna 2004 o nabídkách převzetí (směrnice o nabídkách převzetí) zavedl tzv. pravidlo nejvyšší zaplacené ceny. Pro stanovení výše protiplnění v povinné nabídce převzetí je od 1. dubna 2008 rozhodující v první řadě nejvyšší cena, kterou za účastnické cenné papíry cílové společnosti zaplatil její navrhovatel.“ (metodika OCE ČNB, 2014, str. 4).

Tento výklad tvrzení metodiky OCE ČNB (2014) o primární indikaci hodnoty účastnického cenného papíru na úrovni kurzu jako hodnotě včetně majoritní prémie, pak dále posiluje i znění cit. směrnice, jak dále uvidíme.

Když Kohoutek a kol. (2018) tuto podstatnou okolnost neanalyzovali, pak dle mého názoru měli alespoň nestranně uzavřít, že metodika OCE ČNB (2014) neumožňuje rozhodnout o aplikaci některých parametrů ocenění (diskonty z výsledku ocenění, resp. přírážky k nákladům kapitálu).

Analogické případy v českém právu

Vypořádací podíl v obchodní korporaci

Vypořádací podíl při zániku účasti společníka ve společnosti jinak, než převodem nebo udělením příklepu v řízení o výkonu rozhodnutí, se určí dle § 36 odst. 2 a 3 zákona o obchodních korporacích (ZOK) z účetní závěrky sestavené ke dni zániku účasti. Liší-li se podstatně reálná hodnota majetku společnosti od jeho ocenění v účetnictví, vychází se z reálné hodnoty majetku snížené o výši dluhů. Po odstranění výkladových problémů (např. tržní hodnota dluhů se může lišit od jejich výše, reálná hodnota vede k definici kruhem – srov Buus, 2017) se tedy určí vypořádací podíl z tržní hodnoty (obvyklé ceny)³ obchodního závodu.⁴ „Vypořádací podíl se určí poměrem podílů společníků u jednotlivých forem obchodních korporací“ (§ 36 odst. 4 ZOK), protože je zjevné ve spojení s předchozím odstavcem, že vypořádací podíl má být na úrovni poměrného podílu na tržní hodnotě jmění korporace.

Podíly v korporacích při vypořádání SJM

Jak konstatoval Nejvyšší soud v rozsudku sp. zn. 22 Cdo 952/2007 s odvoláním na svůj rozsudek ze dne 14. listopadu 2002, sp. zn. 31 Cdo 2428/2000, „...se cena majetku pro vypořádání společného jmění manželů stanoví (jestliže se účastníci na ocenění nedohodli) cenou obvyklou, tj. cenou, kterou by bylo možno za převod majetkové hodnoty v rozhodné době a místě dosáhnout...“ a dále „...pro ocenění obchodního podílu ve společnosti s ručením omezeným je třeba pro účely vypořádání v SJM třeba v zásadě vycházet z obvyklé (tržní) ceny tohoto podílu, a že naopak nelze vyjít ani z vypořádacího podílu, ani z ocenění podle cenového předpisu...“ Pokud jde o obchodní závod fyzické osoby, oceňuje se celý obchodní závod (jak plyne z mých zkušeností při zadávání takových posudků soudy). Oceňuje se tedy v případě korporace celý obchodní podíl, vlastněný zpravidla jedním z bývalých manželů, spadající do SJM bývalých manželů (přesněji řečeno celý obchodní podíl toho z manželů, který jej získal a vlastnil v době, kdy onen podíl spadl do SJM).

Spoluvlastnické podíly

Rozsudek Nejvyššího soudu České republiky ve věci sp. zn. 22 Cdo 539/2003 jednoznačně konstatoval, že ten, jemuž budou věci (v daném případě nemovitosti) přikázány do výlučného spoluvlastnictví, by odpodem snížení (diskontu) z důvodu spoluvlastnictví byl nepřiměřeně zvýhodněn na úkor toho spoluvlastníka, který o svůj spoluvlastnický podíl přichází, neboť by mu připadly věci v ceně (hodnotě) vyšší o dané snížení.

³ Pojem obvyklé ceny je fikce: „cena, která **by byla** dosažena při obchodech podobným zbožím....“. Nemusí (byť může) to být cena, která skutečně dosažena při obchodech podobným zbožím byla.

⁴ Když ten představuje soubor všeho majetku korporace, včetně nehmotných složek podnikání (jak přiléhavě v definici podniku konstatoval bývalý obchodní zákoník).

Cit. rozsudek používá doslovně pojem „nepřiměřeně“, což lze dát do kontextu i se zde řešenou problematikou přiměřeného vypořádání/protiplnění. Přiměřené zvýhodnění nemůže být takové, které plyne ze spoluvlastnického postavení ani z převodu, resp. přechodu spoluvlastnického podílu z majetku jednoho do majetku druhého.

Dílčí závěry

Lze shrnout, že v rámci řešení vypořádání, nuceného převodu či přechodu podílů v korporaci je právními předpisy či judikaturou poměrně jednotně prosazován rovný přístup ke společníkům v interpretaci určení vypořádání (protiplnění) za odejmutý obchodní či spoluvlastnický podíl. Výjimkou jsou vytěsnění, kde neurčitost ustanovení o výši protiplnění (vypořádání) dává prostor různým unikátním úvahám (viz Kohoutek a kol., 2018). Dle mého názoru ovšem není jediného důvodu, aby se k typově stejnému případu (vytěsnění pravé či nepravé) přistupovalo jinak, než v případě jiných nedobrovolných převodů či přechodů podílů v korporaci.

Předpisy vyšší právní síly

Čl. 11 odst. 1 Listiny základních práv a svobod (č. 2/1993 Sb.; dále jen „Listina základních práv a svobod“) stanoví: „*Každý má právo vlastnit majetek. Vlastnické právo všech vlastníků má stejný zákonný obsah a ochranu.*“ Tento kategorický imperativ je třeba vyložit v kontextu zkoumané materie:

- 1) Pokud by někdo mohl být zbaven majetku za nižší náhradu, než je hodnota onoho majetku, pak by *de facto* bylo popřeno jeho vlastnické právo, neboť by se jeho jmění snížilo. Bylo by mu tak odepráno právo vlastnit část majetku v podobě rozdílu mezi hodnotou jeho majetku před vyvlastněním a po něm. Přitom hodnota majetku není dána pouze možností směny, ale též možností majetek držet a brát z něj užitky. Musí se brát v úvahu nejlepší využití s ohledem na informace k datu ocenění. Opírat se při určení protiplnění při vytěsnění jenom (především) o aktuální burzovní kurz nebo dokonce přizpůsobovat výsledky ocenění jinými metodami burzovnímu kurzu za použití různých srážek s výsledku ocenění a přirážek k nákladům kapitálu při výnosovém ocenění je dle mého názoru logicky a ekonomicky nepřipustné mj. i proto, že při vytěsnění je požadováno doložení přiměřenosti posudkem znalce, nikoliv burzovním kurzem.⁵
- 2) Má-li vlastnické právo všech vlastníků stejný zákonný obsah a ochranu, pak dle mého názoru není přípustné, aby se jeden obohatil na úkor druhého jen kvůli právní neurčitosti vymezení výše protiplnění (vypořádání) při vytěsnění. K tomu srov. i výše a níže citovanou judikaturu.

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/25/ES ze dne 21. dubna 2004 o nabídkách převzetí (dále jen „Směrnice“) stanoví (vybírám ustanovení s nejvyšší mírou relevance pro určení výše protiplnění/vypořádání):

⁵ Úvahy Kohoutka a kol. (2018) se soustředí na směnu, když do relace dávají ocenění podle burzovního kurzu a spravedlivou hodnotu či spíše tržní hodnotu účastnického cenného papíru.

- 1) Dle článku 3, odst. 1. písm. a): „všem držitelům cenných papírů cílové společnosti stejného druhu musí být poskytnuto rovnocenné zacházení; kromě toho, pokud některá osoba ovládne společnost, musí být ostatní držitelé cenných papírů chráněni“

Tj. (dle mého názoru) všem držitelům cenných papírů cílové společnosti stejného druhu je (právními předpisy a jejich aplikací v členských státech) poskytnuto rovnocenné zacházení, jestliže žádný z nich (akcionářů) nemůže získat na úkor druhého některým ze zákonných ustanovení v předpisech vydaných členskými státy.

- 2) Dle článku 5 odst. 4: „Za spravedlivou⁶ se považuje nejvyšší cena, kterou za stejné cenné papíry zaplatí předkladatel nabídky nebo osoby jednající ve shodě s ním v období, které určí členské státy jako období nejméně šesti měsíců a nejvíce dvanáct měsíců před nabídkou uvedenou v odstavci 1....“ Ustanovení zjevně netřeba dále komentovat.
- 3) Článek 15 upravuje uplatnění práva výkupu účastnických cenných papírů. Z nich nejdůležitější je pak odst. 5. „Členské státy zajistí, aby byla zaručena spravedlivá cena. Tato cena bude mít stejnou podobu jako protiplnění nabídnuté v nabídce nebo bude ve formě hotovosti.... Po dobrovolné nabídce v obou případech uvedených v odst. 2 písm. a) a b) se protiplnění navržené v nabídce považuje za spravedlivé, pokud přijetím nabídky její předkladatel získal cenné papíry představující nejméně 90 % základního kapitálu spojeného s hlasovacími právy obsaženého v nabídce. Po povinné nabídce se protiplnění v ní navržené považuje za spravedlivé.“

Směrnice tedy považuje za spravedlivé protiplnění odpovídající tzv. prémiové ceně (ve smyslu § 183c odst. 3 býv. obchodního zákoníku), což je cena akcie ve většinovém podílu (včetně kontrolní premie), pokud byla dosažena.

Tj. za férovou cenu Směrnice považuje tu, za níž hlavní akcionář nabyt v dobrovolné nabídce převzetí účastnické cenné papíry, umožňující mu přesáhnout 90% hranici hlasovacích práv, resp. cena nabídnutá v povinné nabídce převzetí, která ovšem musí být minimálně na úrovni nejvyšší ceny zaplacené navrhovatelem v období 6 až 12 měsíců – délka období dle národní legislativy (čl. 15 odst. 5 ve spojení s čl. 5 odst. 4).

Směrnice se týká účastnických cenných papírů emitentů z členských států EU, přijatých k obchodování na některém regulovaném trhu v zemích EU. To je zřetelný limit pro uplatnění principů Směrnice v obecné rovině (i pro akcie neobchodované na regulovaných trzích). Nicméně, kategorie hodnoty pro určení vypořádání v dalších případech kongruuje se základním principem Směrnice při stanovení protiplnění/vypořádání. Tento imperativ férového zacházení s akcionáři, resp. společníky obecně (i když pravý smysl těchto ustanovení Směrnice může být jiný)⁷ se tedy line právními předpisy: srov. výše a níže v tomto článku.

⁶ V angl. originále „equitable price“

⁷ Např. ztížit převzetí korporací ze zemí EU osobami odjinud.

Okolnosti

Vytěsnění menšinových akcionářů, resp. převzetí jmění, je nedobrovolným odejmutím majetku v soukromém zájmu, za náhradu. Je absolutním zásahem do majetkových práv toho, jemuž jsou akcie (podíly) odejmuty.

Při tom výše náhrady je určena dle vůle většinového akcionáře a doložena posudkem znalce většinovým akcionářem najatého. Předpokládejme, že všichni znalci jsou čestní. Přesto mezi nimi mohou panovat názorové rozdíly. Za stávající legislativy si většinový akcionář⁸, resp. představenstvo⁹ cílové společnosti může vybírat (proces vytěsnění je obvykle plánován), a také vybrat, znalce, který bude ochoten i přes judikaturu Nejvyššího soudu a Ústavního soudu určit výši protiplnění na úrovni burzovního kurzu. Navíc mu může poskytnout pouze omezený rozsah informací, zahrnujících zejména čistá rizika (rizika horších, než očekávaných výsledků). To vyplývá z rizikové averze většiny ekonomicky soudných lidí. Zpravidla se tak děje, neboť:

- 1) Představenstvo většinového akcionáře, resp. on sám, je-li podnikatelem, má při vytěsnění vedle povinnosti poskytnout přiměřené vypořádání (protiplnění) také povinnost jednat s péčí řádného hospodáře. S růstem výše vypořádání (protiplnění) roste i jeho riziko nedodržení této povinnosti.
- 2) Představenstvo cílové společnosti je voleno a odvoláváno většinovým akcionářem a je tedy v zájmu představenstva cílové společnosti hájit zájmy většinového akcionáře.

Skutečnost, že ocenění akcií pro určení protiplnění (vypořádání) při vytěsnění se v posudku zadaném většinovým akcionářem blíží ceně dosažené v minoritních transakcích tak nelze bez dalšího považovat ani za potvrzení výsledku posudku ani za potvrzení ceny v minoritních transakcích. Neplyne z toho nicméně *a priori*, že by takový posudek byl vadný ani že by ceny menšinových podílů dosažené před vytěsněním byly neférové. Oboje je nutno zkoumat.

Tržní cena a hodnota akcie, spravedlivá hodnota, přínos vytěsnění pro hlavního akcionáře vs. právní předpisy vyšší síly a právní principy

Kategorie hodnoty, které jsou relevantní pro uvažování o výši protiplnění (vypořádání) při vytěsnění, byť je nelze všechny použít, jsou:

cena akcie v menšinovém podílu

- ± první část kontrolní prémie, tj. vliv mimořádných okolností trhu, zvláštní oblíbenosti a osobních vztahů kupujícího a prodávajícího, resp. porušení předpokladů tržní hodnoty, to vše při transakcích nekontrolními podíly
- = **tržní hodnota (obvyklá cena) akcie v menšinovém podílu**
(§ 2 odst. 1 zákona č. 151/1997 Sb. či IVSC¹⁰ (2003, 2007, 2017))
- + druhá část kontrolní prémie (první část kontrolní prémie v obvyklé výši)
- = **poměrný podíl 1 akcie na tržní hodnotě jmění**

⁸ Při převodu jmění na společníka, viz § 337 a násl. zákona č. 125/2008 Sb., o přeměnách obchodních společností a družstev, v aktuálním znění k podání tohoto článku.

⁹ Při nuceném přechodu účastnických cenných papírů, viz § 375 a násl. zákona č. 90/2012 Sb., zákon o obchodních korporacích, ve znění pozdějších předpisů.

¹⁰ International Valuation Standards Committee

- + třetí část kontrolní prémie (zbytek kontrolní prémie v obvyklé výši)
- = **tržní hodnota (obvyklá cena) akcie v kontrolním podílu**
- ± zbytek kontrolní prémie, tj. vliv mimořádných okolností trhu, zvláštní oblíbenosti a osobních vztahů kupujícího a prodávajícího, resp. porušení předpokladů tržní hodnoty, to vše při transakcích podíly umožňujícími kontrolu
- = **cena akcie v kontrolním podílu, nejvyšší dosažená (prémiová cena)**
- + náklady existence menšinových akcionářů nesené akcionářem většinovým přímo či nepřímo, připadající na 1 akcií
- = **přínos vytěsnění pro hlavního akcionáře**

Shora uvedené pořadí představuje obvykle výši peněžního ekvivalentu (ceny, hodnoty) rostoucí dle pořadí.

Dále při tom nutno brát v úvahu, že cena je skutečně zaplacená částka za zboží či službu, která může být držena v tajnosti či zveřejněna, avšak reflektuje podmínky konkrétního obchodu a nemusí odpovídat definičním znakům některé z kategorií hodnoty, ať již jde o tržní hodnotu či obvyklou cenu. Naproti tomu hodnota je odhad ceny, která by byla zaplacená za předpokladů stanovených definicí příslušné kategorie hodnoty. Hodnota a cena tak mohou, ale nemusí být podobné a znalec, který tvrdí shodu mezi nimi, by ji také měl prokázat, viz:

- a. doposud požadavek vyhlášky č. 37/1967 Sb., k provedení zákona o znalcích a tlumočnících, ve znění pozdějších předpisů na uvedení všeho, k čemu znalec přihlížel, v nálezů znaleckého posudku,
- b. nově (bude-li schválena novela zákona o znalcích a tlumočnících) požadavek na „*odůvodnění v rozsahu umožňujícím přezkoumatelnost znaleckého posudku*“ a „*je-li to možné, přílohy potřebné k zajištění přezkoumatelnosti znaleckého posudku*“, viz § 28 odst. 2 písm. f) a h) vl.n.z. o znalcích, znaleckých kanc. a znaleckých ústavech – EU (sněmovní tisk 72 Poslanecké sněmovny ČR v 8. funkčním období, ve znění pozměňovacích návrhů č. 1479, 1629, 1764 a 1869).

Aplikovatelné kategorie hodnoty

V neposlední řadě je otázkou, proč právě tržní hodnota či obvyklá cena jsou kategorie hodnoty, v nichž uvažujeme o akciích v menšinovém, většinovém podílu či v poměrném podílu na jmění. Jednotlivé dotčené právní normy (jak dříve, tak nyní platné) řeší tuto otázku níže uvedeným způsobem (s přidanou interpretací autorem tohoto článku):

- 1) Ustanovení §§ 183i-183n obchodního zákoníku nespecifikuje blíže pojem přiměřenosti. Nicméně je zakázáno zneužití většiny i menšiny ve společnosti (§ 56a obchodního zákoníku) a společnost musí za stejných podmínek zacházet se všemi akcionáři stejně (§ 155 odst. 7 obch.zák.), jakož je zde i povinnost statutárního orgánu jednat s péčí řádného hospodáře (§ 194 odst. 5 obch.zák.), platící i v případě ovládací smlouvy a pokynů řídící osoby osobě řízené. Tyto imperativy dle mého názoru musí mít vyústění v ekonomické sféře, konkrétně hodnotě akcie, když finanční motiv (držba za účelem inkasa podílů na zisku nebo výhodný prodej) je zpravidla důvodem vlastnictví akcie.
- 2) Ustanovení § 220p obchodního zákoníku nestanoví výslovně, jaké vypořádání by mělo být přiměřené. Z odvolávky na § 220a odst. 8 pak plyne, že nikomu, kdo se podílel na sloučení (alt. převzetí jmění) nelze přiznat zvláštní výhodu. Zvláštní

výhoda by byla přiznána, pokud by došlo k obohacení. K obohacení dojde, zvýší-li se majetek, přičemž hodnota majetku se měřila jeho obvyklou cenou (*alter* tržní hodnotou) i před účinností NOZ.¹¹ Jestliže by mělo platit při určení vypořádání, že akcie v majetku menšinových akcionářů jsou méně hodnotné než tytéž akcie v majetku většinového akcionáře, pak by se určením vypořádání na úrovni hodnoty minority obohatil většinový akcionář, v rozporu s § 220a odst. 8 býv. obch.zák.

- 3) Ustanovení § 390 odst. 1 ZOK stanoví, že vlastníci účastnických cenných papírů se mohou domáhat práva na dorovnání, není-li poskytnuté protiplnění přiměřené hodnotě účastnických cenných papírů (atd.), přičemž § 492 občanského zákoníku, vstoupivšího v účinnost paralelně se ZOK, uvádí: „*Hodnota věci, lze-li ji vyjádřit v penězích, je její cena. Cena věci se určí jako cena obvyklá, ledaže je něco jiného ujednáno nebo stanoveno zákonem.*“
- 4) Ustanovení § 341 odst. 2 zákona o přeměnách stanoví: „*Výše vypořádání poskytovaného ostatním společníkům zanikající společnosti musí být přiměřená reálné hodnotě jejich podílů.*“

Reálná hodnota u podílu veřejně neobchodovaných (neobchodovaných na regulovaném trhu) vede k definici kruhem (srov. Buus, 2017) a je nutno použít v takovém případě tržní hodnoty (obvyklé ceny). Ustanovení § 36 odst. 3 ZOK, který odvozuje vypořádací podíl (tedy *de facto* vypořádání) od reálné hodnoty majetku a dluhů korporace – tedy po odstranění výkladových peripetií – od poměrného podílu na hodnotě (obvyklé ceně) majetku a dluhů korporace s ohledem na nejlepší využití (ibidem). Majetkem korporace je její jmění, a pokud tvoří funkční celek, pak je tímto jměním nebo jeho podstatnou částí závod.

U podílů, resp. účastnických cenných papírů obchodovaných na regulovaném by sice teoreticky připadalo v úvahu vypořádání dle kurzu cenného papíru, avšak v souladu se Směrnicí 2004/25/ES o nabídkách převzetí by se muselo jednat o prémiovou cenu, jinak by úprava převzetí jmění obcházel Směrnici, když převzetí jmění lze jinak provést také uplatněním práva výkupu a následnou fúzí mateřské a cílové společnosti. Dále lze odkázat na již výše cit. judikaturu.

Jak uvedeno výše, není důvodu, aby při jednom způsobu nuceného ukončení účasti ve společnosti bylo vypořádání stanoveno jinak než v jiném případě téhož.

Kromě toho, dle mého názoru veškerá ustanovení o určení přiměřeného protiplnění (vypořádání) nepřipouští, ať již explicitně či implicitně, jinou kategorii hodnoty než tržní hodnotu. Např. subjektivní hodnota vylučuje přezkum, není tedy přípustná. Fair value (reálná hodnota) ve smyslu zákona o účetnictví by buďto vedla opět k poměrnému podílu na tržní hodnotě (obvyklé ceně) jmění anebo k určení dle Směrnice. Konstantní přístup českých soudů v těchto ohledech (viz výše i níže) to dokládá.

Tržní hodnota i obvyklá cena jsou hypotetickými cenami, obě požadují odhlédnutí od netržních prvků, obě pak také umožňují použití více metod ocenění, byť vstupy a postup by měly mít tržní charakter, podrobněji viz (Buus, 2018), proto jsou zde představeny jako

¹¹ Srov. již od r. 1994 ustálenou judikaturu Ústavního soudu ČR, konkrétně např. nálezy sp. zn. III.ÚS 102/94, N 61/2 SbNU 175

alternativy. Obě také vylučují subjektivní prvky, což je základní podmínka jejich využitelnosti v soudním řízení, a zajišťují tak také přezkoumatelnost jejich určení (Buus, 2010). Obě představují hypotetickou (nejlepší¹²) cenu, za niž by bylo možno předmět ocenění prodat, což konvenuje požadavku přiměřenosti, jakož i dalším právním normám, shora uvedeným. Zároveň již je z právních norem, byť někdy nepřímou (a proto se k tomu praxe dobírá dlouhou a trnitou cestou), že protiplnění, resp. vypořádání by nemělo obohatit jednoho akcionáře na úkor druhého (resp. vést k poškození jednoho ve prospěch druhého).

Protiplnění (vypořádání) na úrovni ceny akcie v menšinovém podílu

Cena akcie dosažená v soukromé či veřejné transakci může být cenou mimořádnou ve smyslu zákona č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku, resp. může se odchylovat od tržní hodnoty vlivem porušení některých jejích předpokladů, zejména předpokladu nejlepšího využití. Nicméně, může být velmi obtížné vyčíslit rozdíl mezi tržní cenou akcie v menšinovém podílu a tržní hodnotou (obvyklou cenou) akcie v menšinovém podílu, z důvodu obtížné oddělitelnosti (neoddělitelnosti) první a druhé části kontrolní premie, jež sama o sobě je zjišťována jako rozdíl tržní ceny akcie ve většinovém podílu a tržní ceny akcie v menšinovém podílu.

Hlavní příčinou rozdílu mezi tržní cenou akcie a tržní hodnotou akcie (obě v menšinovém podílu) jsou při hrozbě vytěsnění, ať již pravého či nepravého, a nejistoty ohledně možnosti domoci se práva, mimořádné okolnosti trhu, resp. porušení předpokladů tržní hodnoty, zejména předpokladu nejlepšího využití.

Kurz akcie před vytěsněním může být rizikem vytěsnění ovlivněn. Na řadě vytěsnění to lze doložit a věřím, že k tomu budu mít prostor v některém z dalších článků. Nicméně, nyní se soustředím na teoretickou analýzu problému. Náklady a trvání soudních sporů, jakož i riziko neúspěchu pro žalobce o doplatek protiplnění (vypořádání) do přiměřené výše mohou vést k situaci, že nikdo racionální není ochoten koupit rizikem vytěsnění dotčené akcie za cenu odpovídající jejich tržní hodnotě, natožpak spravedlivé hodnotě, když je spíše ochoten koupit je za cenu blízkou se předpokládanému protiplnění, které je jisté. Přitom může být zcela zanedbatelného významu možnost doplatku, který je nejistý, navíc dosažitelný s enormními náklady a ve velmi dlouhém časovém horizontu. Pokud by protiplnění (vypořádání) mělo být primárně stanoveno dle burzovního kurzu anebo jím verifikováno, tj. aby se na burzovní kurz jako podstatný indikátor hodnoty odvolával i znalecký posudek, znamenalo by to riziko institucionalizace nespravedlnosti při vytěsněních. Obdobně se vyslovil i ústavní soud, který vyloučil možnost ocenění domu pro exekuci na základě cen domů, dosažených při exekuci (viz nálezy Ústavního soudu České republiky sp. zn. II. ÚS 3588/14).

Navíc, většinový akcionář má kontrolu nad výší protiplnění (vypořádání) např. výběrem znalce. Má kontrolu nad informacemi, které znalec pro vytěsnění obdrží a zčásti i nad informacemi, které se podaří získat menšinovým akcionářům či znalci určenému soudem ve sporu o doplatek protiplnění (vypořádání). Dle mého názoru proto je ve všech případech vytěsnění stanovena povinnost doložit přiměřenost protiplnění (vypořádání) posudkem znalce, ať již jde o pravý či nepravý squeeze-out, podle staré či nové právní úpravy. Nicméně, znalecký posudek není vyňat ze soudního přezkumu (nálezy Ústavního soudu sp. zn. III. ÚS 299/06 či rozsudek Nejvyššího soudu ČR ve věci 22 Cdo 1810/2009)

¹² U obvyklé ceny to plyne mj. např. z již cit. čl. 11 odst. 1 Listiny základních práv a svobod, u tržní hodnoty pak přímo z jejích definičních znaků.

a je-li znaleckých posudků více, s odlišnými závěry, musí být zjištěno, který je správný a proč (R 45/84-Sbírka soudních rozhodnutí a stanovisek).

Byť tedy není vyloučeno, aby protiplnění (vypořádání) bylo přiměřené i na úrovni ceny (burzovního kurzu) akcie v menšinovém podílu, vyžadují právní předpisy, aby taková výše protiplnění byla prokázána posudkem znalce, nikoliv kurzem akcie. Přitom kurz akcie obsahuje právě tu jedinou správnou srážku za minoritu platnou pro danou akcii. Mezi použitím diskontů s výsledku ocenění či přírážek k diskontní míře, směřujících k určení protiplnění na úrovni ceny akcie v minoritním podílu a samotným zněním zákona je tak dle mého názoru logický rozpor.

Protiplnění (vypořádání) rovné tržní hodnotě (obvyklé ceně) akcie v menšinovém podílu

Nejprve uveďme relaci mezi tržní hodnotou a obvyklou cenou. Obě vylučují mimořádnosti a obě jsou hypotézou (v definici obvyklé ceny je podmiňovací způsob – jde o cenu která by byla dosažena, nikoliv která byla dosažena). Obě představují kategorii hodnoty dosažitelnou různými způsoby ocenění, avšak v ideálním případě za použití porovnávacího způsobu ocenění (podrobněji Buus, 2018).

Tržní hodnota (obvyklá cena) akcie v menšinovém podílu tedy rozhodně není apriorně rovna (nemusí být rovna) tržní ceně nebo jakémukoliv průměru z těchto tržních cen, i když to nelze vyloučit. Avšak, menšinový akcionář zpravidla nebude schopen prokázat existenci či výši rozdílu mezi tržní cenou akcie v menšinovém podílu a její tržní hodnotou, který mimo jiné obsahuje předpokládané synergie a soukromé výhody kontroly. To lze zpravidla pouze s užitím vnitřních informací cílové společnosti, které jsou mu prakticky nedostupné, byť by k nim *de iure* mít přístup měl.

Ex-post porovnáním plánovaných výsledků hospodaření (při výnosovém ocenění) lze zjistit zatažené synergie a případné zkreslení finančního plánu použitého znalcem pro vytěsnění.¹³ Avšak, soukromé výhody kontroly nemusí být odhalitelné ani tímto porovnáním plánovaných a skutečných výsledků hospodaření. Koncernová centrála totiž může soukromé výhody kontroly čerpat z ovládané (i 100% ovládané) společnosti různými formami, včetně forem legálních, např. rozhodování o alokaci aktiv a dluhů v koncernu, kterými na dceřiné společnosti alokuje čistá (negativní) rizika a na společnosti mateřské dluhy a majetek či pozitivní rizika (benefity).¹⁴ Jelikož nelze vyloučit, ba přímo je nutné při nuceném odejmutí majetku předpokládat, nejlepší užití oceňovaného majetku^{15,16}, není logicky ani ekonomicky přípustné ztotožňovat tržní hodnotu s tržní cenou bez prokázání jejich rovnosti.

¹³ Nepresumuji, že každý rozdíl ex-ante plánu a ex-post reality je zkreslením, natožpak zkreslením úmyslným. Některé rozdíly mohou být způsobeny okolnostmi, k datu ocenění (sestavení plánu) neočekávatelnými.

¹⁴ Článek popisující matematickými důkazy a simulacemi hodnoty koncernu a dceřiných, resp. mateřských společností zmíněné čerpání soukromých výhod kontroly alokací jmění a rizik v koncernu jsem (autor) podal k recenznímu řízení před zpracováním tohoto článku, takže nejspíše v dohledné době budou k dispozici důkazy pro zmíněná tvrzení. Nicméně, v tomto článku není dostatek prostoru pro provedení všech potřebných důkazů.

¹⁵ K předpokladu nejlepšího užití se podrobněji vyjadřuji v části věnované předpisům vyšší právní síly, resp. Směrnici Evropského parlamentu a rady 2004/25/ES ze dne 21. dubna 2004 o nabídkách převzetí.

¹⁶ Srov. též IVS (2003, 2007, 2017) nebo již citovaný nálezn Ústavního soudu České republiky sp. zn. II. ÚS 3588/14, který vylučuje ocenění nemovitosti – domu při horším využití (exekuci) než nejlepším možným (alternativě jeho znovupořízení s ohledem na opotřebení).

Ovšem, bráno z pohledu většinového akcionáře by prokazování rovnosti tržní ceny a tržní hodnoty znamenalo prokazovat neexistenci okolností takovou rovnost vylučujících, což však nemusí, byť někdy může, být prakticky proveditelné a takové důkazní břemeno by nebylo únosné.

V tomto odstavci budu řešit již jen otázku aplikovatelnosti obvyklé ceny (tržní hodnoty) akcie v menšinovém podílu při vytěsněních. Již zmíněné soukromé výhody kontroly, resp. synergie pak dle mého názoru, ale i dle konstantní judikatury, vylučují, aby tržní hodnota akcie v menšinovém podílu mohla být brána za spravedlivé (přiměřené) protiplnění. Nedobrovolným odejmutím akcií je totiž menšinovým akcionářům de facto také odejmuta možnost kdykoliv v budoucnosti se bránit proti realizaci soukromých výhod kontroly většinovým akcionářem, s výjimkou žaloby na doplatek protiplnění (vypořádání).

Protiplnění (vypořádání) rovné poměrnému podílu akcie na tržní hodnotě jmění

Dle § 220p odst. 3 obchodního zákoníku: „*Není-li dále stanoveno jinak, použijí se na zrušení akciové společnosti s převodem jmění na akcionáře přiměřeně ustanovení § 220a odst. 1 až 4, 7 až 11, ...*“ Při tom § 220a odst. 8 obchodního zákoníku stanoví „*Nikomu, kdo se podílel na sloučení, nelze přiznat žádnou zvláštní výhodu.*“ Žádný není zvýhodněn, pokud

- 1) Všichni získávají tutéž hodnotu (silná verze tvrzení o absenci výhody). To by v praxi znamenalo, že přínos fúze, potažmo převodu jmění na akcionáře je pro všechny stejný.

To není dosažitelné při protiplnění rovnému poměrnému podílu 1 akcie na tržní hodnotě jmění, protože přínos převodu jmění pro hlavního akcionáře je brutto ve výši tržní hodnoty (obvyklé ceny) akcie v kontrolním podílu, netto pak po snížení o vypořádání.

Silná verze tvrzení o absenci výhody není dosažitelná ani při stanovení vypořádání na úrovni tržní hodnoty (obvyklé ceny) akcie v kontrolním podílu, protože by tak menšinový akcionář získal výhodu, která by mu jinak nebyla dostupná, a to ani při zcela rovném a férovém jednání většinového akcionáře při hospodaření cílové společnosti a rozdělování zisků.

- 2) Nikdo není poškozen (slabá verze tvrzení o absenci výhody). Jestliže je protiplnění (vypořádání) rovné poměrnému podílu 1 akcie na tržní hodnotě jmění, pak menšinový akcionář nemůže být poškozen, neboť držbou akcie nebo jejím prodejem při zcela poctivém a férovém jednání většinového akcionáře může dosáhnout nanejvýše této částky. Většinový akcionář nemůže být poškozen, neboť získá z hlediska férového zacházení s akcionáři, nárok na poměrný podíl na tržní hodnotě jmění, odpovídající vytěsněním akciím.

Dle § 390 odst. 1 ZOK není-li protiplnění přiměřené hodnotě účastnických cenných papírů, vzniká právo na dorovnání. Ustanovením § 390 odst. 1 ZOK není specifikováno, zda má jít o přiměřenost hodnotě účastnických cenných papírů ve většinovém či menšinovém podílu, příp. poměrný podíl na tržní hodnotě jmění emitenta. V souladu s legislativními principy, které jsou běžné ve vyspělých zemích (Kanada, 2013 nebo McLeod, 2009) každé slovo v právní normě by mělo mít svůj význam a být používáno v právním systému konzistentně. ZOK nestanovil, že protiplnění má být přiměřené hodnotě účastnických cenných papírů

v majetku menšinových akcionářů, ale obecně účastnických cenných papírů. Tj. znalec nemůže rozlišovat, zda se vyvlastňuje menšina, a tomu přizpůsobovat srážky (srov. níže citovanou judikaturu Ústavního soudu ve věci III ÚS 647/15 a Nejvyššího soudu ČR ve věci 22 Cdo 539/2003).

Protiplnění (vypořádání) rovné poměrnému podílu 1 akcie na tržní hodnotě jmění je dle mého názoru v souladu s ust. čl. 11 odst. 1 Listiny základních práv a svobod, neboť nevede ke snížení jmění menšinového akcionáře ani ke snížení jmění většinového akcionáře. Je rovněž v souladu s metodikou OCE a ZNAL (ČNB, 2004 a 2014). Protiplnění (vypořádání) rovné poměrnému podílu 1 akcie na tržní hodnotě jmění tak může a mělo by představovat spravedlivou hodnotu, v čemž se ovšem s Kohoutkem a kol. (2018) neshodnu.

Nicméně, poměrný podíl 1 akcie na tržní hodnotě jmění je nižší, než protiplnění (vypořádání) stanovené Směrnicí o nabídkách převzetí pro pravé vytěsnění.

Protiplnění (vypořádání) rovné tržní hodnotě (obvyklé ceně) akcie v kontrolním podílu

Tržní hodnota (obvyklá cena) akcie v kontrolním podílu není přímo pozorovatelná. Není ani přímo dovoditelná, protože při jejím zjištění přidáním kontrolní premie narazíme na problém, jak odhadnout tržní hodnotu akcie v menšinovém podílu. Tržní hodnota (obvyklá cena) akcie v kontrolním podílu může a nemusí být reprezentována její cenou. Z díkce Směrnice (k nabídkám převzetí č. 2004/25/ES) plyne, že právě tržní hodnota (obvyklá cena) akcie v kontrolním podílu je, kromě premiové ceny, nejbližší tomu, co měl zákonodárce asi na mysli, když požadoval přiměřené protiplnění (vypořádání) s tím, že ZOK v § 390 odst. 1 je již zmíněné ustanovení o reálné hodnotě, které nakonec kvůli definici kruhem skončí u ústavně konformního výkladu v případě převzetí jmění společnosti, která nemá akcie kotovány na regulovaném trhu, potažmo i u ostatních společnostech.

Z důvodů vyloučení mimořádných okolností trhu či omezujících ujednání mezi kupujícím a prodávajícím při nabytí kontrolního podílu (srov. čl. 5 odst. 4 Směrnice)¹⁷ pak může být protiplnění (vypořádání) rovné tržní hodnotě (obvyklé ceně) akcie v kontrolním podílu alternativou jinak nepoužitelné premiové ceny.

Podotkněme nicméně, že závěry dovozené zde ze Směrnice platí přímo pouze pro akcie přijaté k obchodování na regulovaných trzích, i když je samozřejmě nutné ptát se, proč by akcionářům těchto společností mělo být poskytnuto jiné zacházení než akcionářům společností s nekotovanými akciemi.

¹⁷ Vedle určení spravedlivé ceny na úrovni premiové ceny Směrnice rovněž stanoví: „Za předpokladu, že jsou dodrženy obecné zásady stanovené v čl. 3 odst. 1, mohou členské státy zmocnit své dozorčí orgány, aby upravovaly cenu uvedenou v prvním pododstavci za jasně určených okolností a v souladu s jasně určenými kritérii. Za tímto účelem mohou vypracovat seznam okolností, za kterých lze nejvyšší cenu upravit směrem nahoru nebo dolů, například pokud byla nejvyšší cena stanovena dohodou mezi kupujícím a prodávajícím, pokud byly tržní ceny dotčených cenných papírů manipulovány, pokud byly tržní ceny obecně nebo určité tržní ceny konkrétně ovlivněny mimořádnými událostmi, nebo aby byla umožněna záchrana společnosti v obtížné situaci. Mohou rovněž určit kritéria, která mají být v takových případech použita, například průměrnou tržní hodnotu za určité období, likvidační hodnotu společnosti nebo jiná objektivní oceňovací kritéria obecně používaná ve finanční analýze.“

Protiplnění (vypořádání) rovné prémiové ceně za akcie v kontrolním podílu

Protiplnění (vypořádání) rovné prémiové ceně za akcie v kontrolním podílu je přípustné (viz Směrnice 2004/25/ES o nabídkách převzetí shora citovaná) i pro nepravé vytěsnění, když nepravé vytěsnění je kombinací vytěsnění pravého a fúze.

Avšak, povinnost stanovit takto protiplnění (vypořádání) vzniká pouze u účastnických cenných papírů obchodovaných na regulovaném trhu.

Nicméně, jak už zmíněno výše, prémiová cena se v důsledku konkrétních podmínek transakce může lišit od částky přiměřené (hodnotě) účastnických cenných papírů.

Protiplnění (vypořádání) na úrovni přínosu vytěsnění pro hlavního akcionáře

Přínos vytěsnění pro hlavního akcionáře je nepochybně velmi významný, jinak by nedošlo jen za roky 2005 až 2013 k téměř 470 vytěsněním za téměř 17,8 mld. Kč, i když většinoví akcionáři riskují, že jim soudy uloží dorovnat protiplnění (vypořádání) na úroveň prémiové ceny či tržní hodnoty (obvyklé ceny) akcie ve většinovém podílu, přičemž na obranu před žalobami na dorovnání vynaloží většinoví akcionáři nemalé prostředky. Lze se tak domnívat, že přínos vytěsnění pro většinové akcionáře je podstatně vyšší, než prémiová cena či hodnota akcie ve většinovém podílu.

Nicméně, takový přínos je velmi obtížně kvantifikovatelný, když by musel zahrnovat i subjektivní názory hlavního akcionáře. Navíc by stanovení protiplnění (vypořádání) na úrovni přínosu vytěsnění pro hlavního akcionáře, přepočteného na 1 akcii, dle mého názoru:

- i. odporovalo staré právní úpravě převzetí jmění (§ 220p) v obchodním zákoníku, když by poskytovalo zvláštní výhodu menšinovým akcionářům,
- ii. odporovalo ustanovení § 390 odst. 1 ZOK, když ten hovoří o hodnotě účastnických cenných papírů
- iii. odporovalo ustanovení § 341 odst. 2 zákona o přeměnách, když ten hovoří o přiměřenosti vypořádání reálné hodnotě podílů (k tomu podrobněji viz výše)
- iv. šlo nad rámec požadavků Směrnice o nabídkách převzetí i Listiny základních práv a svobod.

Dílčí závěry

Z analýzy možných úrovní protiplnění (vypořádání) se jako nejvhodnější a nejvíce odpovídající všem relevantním právním předpisům jeví poměrný podíl na tržní hodnotě jmění cílové společnosti, i když by se mohlo pohybovat až do výše tržní hodnoty akcie v majoritním balíku (srov. Směrnici).

Judikatura Ústavního soudu a Nejvyššího soudu

Jak již řečeno, protiplnění (vypořádání) při vytěsnění by se mělo pohybovat mezi poměrným podílem na tržní hodnotě podniku a tržní hodnotou akcie v majoritním balíku. Toto rozpětí nadále zužuje judikatura nejvyšších stupňů soudní soustavy v ČR.

Bohužel je zejména mezi znalci stále malé povědomí o ustálené judikatuře Ústavního soudu v těchto věcech. Konkrétně jde o:

- i. rozsudek Nejvyššího soudu České republiky ve věci sp. zn. 22 Cdo 539/2003

„Odvolací soud při rozhodování o výši přiměřené náhrady za spoluvlastnický podíl žalované vyšel ze znaleckého posudku Ing. J. S. z 18. 4. 2002. Z obsahu znaleckého posudku se podává, že znalec obvyklou cenu stanovil nákladovým způsobem tak, že od ceny zjištěné podle vyhlášky č. 279/1997 ve znění vyhlášky č. 173/2000 Sb. odečetl snížení ceny v důsledku spoluvlastnictví ve výši 25 %, cenu náhradního bytu pro nájemníka a zhodnocení domu nájemníkem, aniž tato snížení ceny stanovené cenovým předpisem opřel o příslušná zákonná ustanovení. Takto stanovená obvyklá cena nemůže bez dalšího vyjadřovat přiměřenou náhradu za spoluvlastnický podíl žalované; snížení ceny stanovené podle cenového předpisu o 25 % z důvodu spoluvlastnictví předmětných nemovitostí v daném případě nemá, jak již také výše zmíněno, opodstatnění. Nelze pominout, že se jedná o vypořádání spoluvlastníků po zániku spoluvlastnictví, kdy nadále vlastníkem nemovitostí bude jen jeden z nich. Ten, jemuž budou nemovitosti přikázány do výlučného vlastnictví, by odpočtem snížení z důvodu spoluvlastnictví byl nepřiměřeně finančně zvýhodněn na úkor toho spoluvlastníka, který o svůj spoluvlastnický podíl přichází, protože by získal nemovitosti v ceně vyšší o dané snížení.“

Totéž lze zcela analogicky aplikovat i na squeeze-out pravý i nepravý. Většinový akcionář by se vyvlastněním akcií menšinových akcionářů za ceny nižší, než odpovídá poměrnému podílu na tržní hodnotě jmění obohatil, což je v kontextu shora uvedené judikatury nepřipustné.

- ii. nález Ústavního soudu sp. zn. III ÚS 647/15 odst. 28 a násl.:

„28. Ústavní soud neshledal ústavně vadným samotný názor Nejvyššího soudu, podle kterého základem pro stanovení výše přiměřeného protiplnění za účastnický cenný papír je (obvykle) hodnota podniku (viz níže sub 29 n.); tato definice, která je výsledkem (právní) interpretace neurčitěho právního pojmu „přiměřené protiplnění“, obsaženého v § 183j a násl. obchodního zákoníku (viz k tomu výklad právního názoru Ústavního soudu v bodech 66 a následujících nálezu sp. zn. Pl. ÚS 56/05), není zcela vyčerpávající. V obecné rovině je totiž třeba vzít v úvahu, že hodnota podniku (tak jako např. jiných předmětů, i takových, jako jsou obrazy, známky, drahé kovy atd.) není pouze objektivní kategorií, nýbrž je závislá jednak na účelu ocenění, jednak na subjektu, z hlediska kterého je určována. Z tohoto důvodu existuje víceází hodnoty podniku (tržní, investiční, objektivizovaná, spravedlivá), jejichž užití modifikuje základní přístup k ocenění, a je tudíž pro konkrétní případ ocenění správné stanovení této báze nezbytné (srov. Mařík, M., a kol. cit. dílo, s. 23 a násl.).

29. Z uvedené definice lze nicméně dovodit, že v posuzovaném případě by měla být použita hodnota podniku jako celku, nikoliv tedy menšinového podílu, který by rovněž připadal do úvahy, neboť právě ten je předmětem ocenění. V této souvislosti lze poukázat na dvojí podobu účastnického cenného papíru, který představuje jednak převoditelný zpeněžitelný předmět vlastnictví (který může být brán na trhu izolovaně podle kurzu akcie jako majetková směnitelná hodnota), jednak poměrný podíl na výnosové hodnotě předmětného podniku (z hlediska dlouhodobé investice a možnosti účasti na rozhodování při společném řízení podniku), přičemž minoritní akcionář musí být hospodářsky odškodněn jak z hlediska jeho vkladové strategie zaměřené na dlouhodobý vklad, tak krátkodobé investiční strategie (srov. Schön, W. Der Aktionär im Verfassungsrecht. In M. Habersack, P. Hommelhoff, U. Hüffner & K. Schmidt (Eds.). Festschrift für Peter Ulmer. Zum 70. Geburtstag am 2. Januar 2003. Vyd. Berlin, De Gruyter 2003, s. 1371-1383 a nověji

Ruthardt, F. Abfindungsbemessung beim Squeeze Out. Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht č. 35, roč. 2014, s. 1389). Ústavní soud tak přisvědčil i argumentaci stěžovatele (hodnota akcie na trhu a hodnota společnosti při stažení akcií z trhu – viz sub 24), která jde rovněž (a důvodně) v tomto směru. Přiměřené protiplnění je v tomto ohledu obdobou náhrady při vypořádání podílového vlastnictví, kdy ze soudní praxe plyne, že základem pro stanovení této náhrady je tzv. cena obvyklá v daném místě a čase vypořádání, přičemž výše náhrady se určuje odpovídajícím podílem z (tržní) ceny celé věci, nikoli z ceny, za kterou by bylo možno spoluvlastnický podíl zpeněžit (jinak by byla porušena rovnost spoluvlastníků v rozporu s ustanovením čl. 11 odst. 1 věty druhé Listiny); existence spoluvlastnictví není důvodem ke snížení takto stanovené ceny (srov. rozsudek Nejvyššího soudu ze dne 23. 10. 2003 sp. zn. 22 Cdo 539/2003). Z výše uvedeného plyne, že samotná skutečnost, že předmětem ocenění je pouze (menšinový) podíl, v těchto případech nehraje (z hlediska ústavního ani nemůže) roli. V této souvislosti lze hovořit o tzv. spravedlivé hodnotě (fair či přesněji equitable value) v kontrapozici s tzv. (spravedlivou) tržní hodnotou (fair market value). Zde možno poukázat již na bod 66 nálezu Pl. ÚS 56/05 a tam citovanou literaturu (dále z novější odborné literatury srov. Mařík, M.: cit dílo, s. 32-33 a s. 494, jakož i Zima, P. Oceňování podniků v právní praxi. Praha: C. H. Beck, 2016, s. 140 a násl.).“

Dlouhodobě konzistentní judikatura tak nepotvrzuje dílčí i celkové závěry Kohoutka a kol. (2018), když

- 1) judikatura vylučuje snížení protiplnění (vypořádání) o vliv minority
- 2) 100% (resp. majoritní) podíl na podniku se zpravidla neobchoduje prostřednictvím kapitálových trhů, tedy musí být výhodnější jej prodávat mimo organizované trhy, tedy není ani na místě s ocenění určeného např. výnosovou metodou za použití míry výnosu požadované na veřejném organizovaném trhu ještě navíc srážet cokoliv za absenci likvidity.

Naposledy, právě v roce publikace mnou kritizovaného článku Kohoutka a kol. (2018), Nejvyšší soud ve věci sp.zn. 29 Cdo 4568/2016 potvrdil nutnost aplikace principu rovného zacházení s akcionáři při vytěsnění:

„Jde-li pak o dovolateli namítané odlišení mezi povinnou nabídkou převzetí (při které má menšinový akcionář volbu, zda ji akceptuje či zda setrvá ve společnosti) a nuceným přechodem účastnických cenných papírů menšinových akcionářů na hlavního akcionáře (kdy menšinový akcionář takovou volbu nemá), odkazuje Nejvyšší soud na důvody výše označených usnesení sp. zn. 29 Cdo 3024/2016 a sp. zn. 29 Cdo 2025/2016, jakož i na usnesení ze dne 29. 5. 2018, sp. zn. 29 Cdo 4435/2016. Právě proto, že v případě tzv. vytěsnění nemá akcionář možnost tomuto procesu zabránit, se při určení přiměřeného vypořádání vychází z (tržní) hodnoty podniku společnosti a základem pro určení přiměřeného vypořádání je pak alikvotní podíl na této tržní hodnotě připadající na jednu akcii (účastnický cenný papír). Ve většině případů tento alikvotní podíl převyšuje tržní cenu samotných akcií (za uvedenou částku by zpravidla nebylo možné tyto akcie prodat) a již tím do určité míry reflektuje přiměřenost (spravedlnost) vypořádání mezi hlavním akcionářem a menšinovými (vytěšňovanými) vlastníky účastnických cenných papírů.“

Stanovení standardu hodnoty při zadání posudku soudem je v působnosti soudů, které však na to často rezignují, spoléhající buďto na úsudek znalce (jak již uvedeno výše) anebo na jeho znalost judikatury soudů vyšších stupňů. Jistě by se tedy znalecká praxe měla přidržet již

zavedeného a judikatorně aprobovaného, ale nikoliv tak, jak si to vyložili Kohoutek a kol. (2018). Navíc je i závěr Kohoutka a kol. (2018) vnitřně rozporný, když autoři sami nejsou soudní autoritou, přesto však uzavírají, že otázky volby kategorie hodnoty a jejich aplikace nejsou věcí znalce, ale soudu, a zároveň směřují své závěry k určité kategorii hodnoty (konkrétně tržní hodnotě akcie v menšinovém podílu, když tvrdí, že ani srážka za minoritu není metodikou OCE vyloučena a relevantní judikaturu vynechávají).¹⁸

Dále nutno upozornit, že Kohoutek a kol. (2018) hovoří o navyšování diskontní míry za nelikviditu, resp. minoritu akciových (obchodních) podílů v rámci jimi prosazovaného chápání kategorie hodnoty, tedy zadními vrátky prosazují to, co judikatura již vyhodila hlavním vchodem. To ztěžuje kvantifikaci takových srážek a umožňuje jejich zkreslování (výše srážek vyčíslených procentem z cen akcií je velmi dobře zdokumentována, na rozdíl od recipročních přírážek k diskontní míře) a obchází judikaturu, která srážky za neobchodovatelnost a minoritu při squeeze-outech vylučuje.

Shrnutí a závěr

Tento článek je přímou reakcí na článek Kohoutka a kol. (2018), kteří se dopustili řady nesprávností a zjevných opomenutí, ale i smíchali řadu heterogenních problémů, které sice mají souvislost s určením protiplnění/vypořádání při vytěsnění, ale jedny jsou východisky a druhé důsledky, přičemž cit. autoři je takto bohužel neoddelují. V tomto článku se zabývám otázkou volby kategorie hodnoty přílehlavé pro určení protiplnění, resp. vypořádání při vytěsnění pravém (squeeze-out) či nepravém (převod jmění). Při tom analyzuji průřez relevantními prameny práva jako jeden rozměr: právní předpisy ČR, judikaturu Nejvyššího a Ústavního soudu a Směrnici o nabídkách převzetí. V druhém rozměru pak vedu analýzu skrze možné kategorie hodnoty, které konfrontuji s vybranými relevantními prameny práva.

Pojem spravedlivé ceny (která má být zaplacená za akcie při vytěsnění), tedy nutně založené na odhadu spravedlivé hodnoty (ať již je činěn z prémiové ceny anebo znaleckým posudkem) se již vyskytuje opakovaně v anglickém originále Směrnice 2004/25/ES o nabídkách převzetí. Směrnice „fair price“ odvozuje od prémiové ceny (srov. čl. 15 Směrnice v anglickém originále).

Nicméně, někdy prémiová cena nemusí být indikací hodnoty akcií cílové společnosti kvůli mimořádným okolnostem trhu, vedlejším ujednáním v transakci či proto, že se v mezidobí změnily tržní podmínky. Proto je „fairness“, tedy spravedlivost protiplnění (vypořádání) spojená ve většině případů určení protiplnění (vypořádání) s prémiovou cenou jenom základními předpoklady okolností vzniku obou z nich. Lze logicky konzistentně dovodit, že jde o hodnotu akcie ve většinovém podílu (srov. Směrnice) anebo (při nejprůpustnějším výkladu pro většinového akcionáře) o poměrný podíl na tržní hodnotě akcií (srov. vnitrostátní právní předpisy ČR a judikaturu). V ČR je povinnost aplikovat Směrnici pouze u cenných papírů obchodovaných na regulovaném trhu. Na tyto, jakož i na jiné případy vytěsnění, jakož pak též dopadá judikatura a analogicky i další vnitrostátní právní předpisy.

Nález Ústavního soudu sp. zn. III ÚS 647/15 odst. 28 a násl. konstatuje potřebu určit spravedlivé protiplnění za akcie cílové společnosti jako poměrný podíl na tržní hodnotě (obvyklé ceně) jejího podniku (závodu). Obdobně hovoří i rozsudek Nejvyššího soudu České

¹⁸ Metodika OCE ČNB (2014) nevylučuje srážku za minoritu explicitně, ale její komplexní interpretace (viz výše v tomto článku) ani nedává znalci indikaci, že by aplikace takové srážky byla přípustná.

republiky ve věci sp. zn. 22 Cdo 539/2003, podle něhož by se neměl spoluvlastník získávající část spoluvlastněné věci obohatit na úkor toho, kdo ji pozbývá, tedy nejsou přípustné srážky za minoritu, resp. menší než 100% podíl při nuceném přechodu části věci na nového 100% vlastníka. Spravedlivost znamená v rámci základních právních principů zákaz obohatit se na úkor druhého vlastní nepoctivostí, což by promítnutím **rizika** nespravedlivého zacházení s menšinovými akcionáři zahrnutého v burzovním kurzu akcie bylo do protiplnění institucionalizováno. Analogicky k dalším případům vypořádání spoluvlastnických podílů či obchodních podílů v korporacích, stejně jako přímo z judikatury tak plyne, že vypořádání, resp. protiplnění při vytěsnění by mělo být na úrovni poměrného podílu na tržní hodnotě obchodního závodu emitenta (cílové společnosti). Proto podle mého názoru nelze bez prokázání nezkreslenosti shora uvedenými riziky použít burzovní kurz či cenu z transakcí menšinovými podíly jako indikátor přiměřeného protiplnění/vypořádání.

Dalším problémům určení přiměřeného protiplnění (vypořádání), které Kohoutek a kol. (2018) přimísili do problematiky oceňování při vytěsnění, se budu věnovat v dalších článcích. Jde o přírážky k nákladům vlastního kapitálu za malou tržní kapitalizaci, diskont za nelikvidnost, diskont za minoritu a statistiky posudků v cit. článku.

Literatura:

- [1] Buus, T. (2010): *Zjišťovat nebo stanovovat – cenu nebo hodnotu? Oceňování*, roč. 3, č. 1, s. 3–10. ISSN 1803-0785.
- [2] Buus, T. (2017): *Hodnota vypořádacího podílu ve společnosti. Obchodněprávní revue*, roč. 9, č. 7–8, s. 202–207. ISSN 1803-6554.
- [3] Buus, T. (2018): *Problémy s vymezením „obvyklé ceny“*. *Bulletin advokacie*, roč. 2018, č. 7-8, s. 54-59. ISSN 1210-6348.
- [4] Komise pro cenné papíry (2003): *Znalecké posudky pro účely povinných nabídek převzetí a veřejných návrhů smluv o koupi účastnických cenných papírů (ZNAL) Verze 1.0*. Praha: Komise pro cenné papíry, 2003, 40 s. Dostupné též z: http://r.kde.cz/news/foto/zpravodajstvi/KCP/INS_ZNAL_1-0.pdf
- [5] Komise pro cenné papíry (2004): *Znalecké posudky pro účely povinných nabídek převzetí a veřejných návrhů smluv o koupi účastnických cenných papírů (ZNAL) Verze 2.0*. Praha: Komise pro cenné papíry, 2004, 48 s. Dostupné též z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/legislativni_zakladna/emise_evidence_cp_nabidky_prevzeti_vytesneni/download/metodika_znal_20040826.pdf
- [6] Česká národní banka (2014): *Informace ČNB k oceňování účastnických cenných papírů pro účely povinných nabídek převzetí, veřejných návrhů smlouvy a vytěsnění (OCE) Verze 1.1*. Praha: Česká národní banka, 2014, 16 s. Dostupné též z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/legislativni_zakladna/emise_evidence_cp_nabidky_prevzeti_vytesneni/download/metodika_oce_20100816.pdf
- [7] Evropská unie. SMĚRNICE EVROPSKÉHO PARLAMENTU A RADY 2004/25/ES ze dne 21. dubna 2004 o nabídkách převzetí. In: ÚŘEDNÍ VĚSTNÍK EVROPSKÉ UNIE. 2004 (roč. 47), č. 142. Dostupný také z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/PDF/?uri=CELEX:32004L0025&from=EN>. ISSN 1725-2555.

- [8] International Valuation Standards Comitee (2003): *International Valuation Standards 2003*. Vyd. 6. Londýn: International Valuation Standards Comitee. ISBN 0-922154-75-9
- [9] International Valuation Standards Comitee (2007): *International Valuation Standards 2007*. Vyd. 8. Londýn: International Valuation Standards Comitee. ISBN 978-0-922154-94-4
- [10] International Valuation Standards Comitee (2017): *International Valuation Standards 2017*. Londýn: International Valuation Standards Comitee. ISBN 978-0-9931513-0-9
- [11] McLeod, I. (2009): *Principles of legislative and regulatory drafting*. Hart Publishing, Oxford and Portland, Oregon, USA. ISBN 978-1-84113-772-8.
- [12] Kanada (2013): A Guide to Legislation and Legislative Process in British Columbia. Part 2 Principles of Legislative Drafting. British Columbia: Office of Legislative Counsel Ministry of Justice, Province of British Columbia. Srpen 2013 [cit. 201-12-30]. Dostupné z WWW: https://www.crownpub.bc.ca/Content/documents/2-DraftingPrinciples_August2013.pdf
- [13] Kohoutek, P. – Podškubka, T. – Hlaváč, J. (2018): *Vytěsnění a spravedlivá hodnota. Oceňování*, roč. 11, č. 2, s. 3-13. ISSN 1803-0785.
- [14] Kučera, P. (2013): *Drobní vlastníci už museli prodat akcie za 18 miliard*. [on-line], Týden.cz, c2013, [cit.: 30. 12. 2018]. Dostupné z: <https://zpravy.aktualne.cz/ekonomika/drobni-vlastnici-uz-museli-prodat-akcie-za-18-miliard/r~7b03ec68108c11e3bc60002590604f2e/>
- [15] *Zákon č. 40/1964 Sb. Občanský zákoník*. In: Sbírka zákonů České republiky. 1964, částka 19. Dostupný také z: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/1964-40>. ISSN 1211-1244.
- [16] *Zákon č. 36/1967 Sb. Zákon o znalcích a tlumočnících*. In: Sbírka zákonů České republiky. 1967, částka 14. Dostupný také z: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/1967-36>. ISSN 1211-1244.
- [17] *Zákon č. 513/1991 Sb. Obchodní zákoník*. In: Sbírka zákonů České republiky. 1991, částka 98. Dostupný také z: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/1991-513>. ISSN 1211-1244.
- [18] *Zákon č. 2/1993 Sb. Usnesení předsednictva České národní rady o vyhlášení LISTINY ZÁKLADNÍCH PRÁV A SVOBOD jako součástí ústavního pořádku České republiky*. In: Sbírka zákonů České republiky. 1993, částka 1. Dostupný také z: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/1993-2>. ISSN 1211-1244.
- [19] *Zákon č. 104/2008 Sb. Zákon o nabídkách převzetí a o změně některých dalších zákonů (zákon o nabídkách převzetí)*. In: Sbírka zákonů České republiky. 2008, částka 33. Dostupný také z: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/2008-104>. ISSN 1211-1244.
- [20] *Zákon č. 125/2008 Sb. Zákon o přeměnách obchodních společností a družstev*. In: Sbírka zákonů České republiky. 2008, částka 40. Dostupný také z: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/2008-125>. ISSN 1211-1244.
- [21] *Zákon č. 89/2012 Sb. Občanský zákoník*. In: Sbírka zákonů České republiky. 2012, částka 33. Dostupný také z: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/2012-89>. ISSN 1211-1244.
- [22] *Zákon č. 90/2012 Sb. Zákon o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích)*. In: Sbírka zákonů České republiky. 2012, částka 34. Dostupný také z: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/2012-90>. ISSN 1211-1244.
- [23] *VL.n.z. o znalcích, znaleckých kanc. a znaleckých ústavech – EU*. Dostupný z: <http://www.psp.cz/sqw/historie.sqw?o=8&t=72>.

Přiměřené vypořádání (protiplnění) při vytěsněních

Tomáš Buus

ABSTRAKT

V letech 2005 až 2013 bylo při vytěsněních v téměř 470 společnostech vyplaceno menšinovým akcionářům téměř 17,8 mld. Kč. V řadě případů probíhají soudy o doplatky protiplnění (vypořádání). Jde o naléhavý problém české justice, který vyžaduje řešení otázky, jaká kategorie hodnoty je v těchto případech na místě. Byť se volba kategorie hodnoty při vytěsněních již judikatorně stabilizovala, Kohoutek a kol. (2018) předkládají závěry, které však již dříve byly vyvráceny, a tvrdí, že právní normy, resp. znalci v tomto nemají jasno. Naneštěstí, soudy zpravidla nezadávají znalci zadání tak přesně, jak bychom si přáli a právem předpokládají schopnost znalce vyložit zadání v kontextu účelu posudku. Tento článek přináší komplexní ekonomický a logický výklad již derogovaných i aktuálně účinných právních norem souvisejících s určením protiplnění (vypořádání) za akcie při vytěsnění. Z něj dovozují, že protiplnění (vypořádání) při vytěsnění by mělo být nejméně na úrovni poměrného podílu na tržní hodnotě jmění cílové společnosti, nejvýše pak na úrovni tržní hodnoty akcie v kontrolním podílu.

Klíčová slova: vytěsnění, zákon, protiplnění, vypořádání, spravedlivá hodnota, tržní hodnota.

Fair settlement (consideration) in squeeze-outs

ABSTRACT

Minority shareholders in almost 470 companies received almost CZK 17.8 billion of payments in squeeze-outs between 2005 and 2013. Courts are in charge of consideration for settlement in many cases. It is an urgent problem of Czech justice, which requires a solution to the question of what category of value is relevant in these cases. Although value category choice in squeeze-outs has been stabilized by court rulings, Kohoutek et al. (2018) present already abandoned conclusions, and they came with opinion that laws, resp. experts are not unambiguous in these cases. Unfortunately, the courts mostly do not define assignment of expertise as accurately as we would like to and rightly assume the ability of the expert to interpret the assignment in the context of the purpose of the expertise. This paper brings a comprehensive economic and logical interpretation of already derogated and currently effective legal regulations related to the determination of consideration (settlement) for shares in squeeze-outs. It follows that the settlement at settlement should be at least at the level of the proportional share of the market value of the equity of the target company, at most at the level of the market value of the share in the controlling interest.

Key words: squeeze-out, law, consideration, settlement, fair value, market value

JEL classification: K41, G38, M48