

# Znalecké ocenění, squeeze-out a Ústavní soud ČR

*Lukáš Křístek* \*

## Úvod

Znalecké ocenění, respektive částka, kterou nabízí hlavní akcionář při nuceném přechodu účastnických cenných papírů ostatním akcionářům je středobodem procesu „vytěsnění“ či „squeeze-out“, neboli nuceném přechodu. O peníze jde až v první řadě, a v rámci squeeze-out to platí dvojnásob. Ocenění v procesu vytěsnění má své zvláštnosti, které nejsou znalcům a někdy ani advokátům známy. Což má za následek neúměrně dlouhé soudní řízení o právu na dorovnání, není-li poskytnuté protiplnění přiměřené hodnotě účastnických cenných papírů ke dni přechodu vlastnického práva na hlavního akcionáře (§ 390, odst. 1 zákona o obchodních korporacích, dále také ZOK).

V nedávné době Nejvyšší soud ČR vydal usnesení (29 Cdo 2025/2016) ve kterém shrnuje dosavadní judikaturu k výkladu přiměřenosti protiplnění při tzv. squeeze out. Následně se k squeeze out obšírně vyjadřuje v nálezu i ústavní soud (III. ÚS 647/15), kde se podrobně věnuje i dílčím otázkám. Článek si klade za cíl shrnout judikaturu při ocenění v rámci squeeze out, a ve světle judikátů upozornit na případné nesrovnalosti v člancích na dané téma v časopise Oceňování 2/2018.

## Vymezení squeeze-out

Anglický termín squeeze-out je slangovým výrazem pro nucený přechod účastnických cenných papírů, jak je definován v § 375 ZOK. Do 31. 12. 2013 upravoval tento institut obchodní zákoník v § 183i a následujících. Dalším termínem je vytěsnění. Jedná se v literatuře o synonyma. O tomto institutu pojednává Směrnici Evropského parlamentu a Rady ES 2004/25/ES Úřední věstník EU. Zvláštní vydání 2004. Kap. 17, sv. 002 známá jako Třináctá směrnice. Která byla do našeho právního řádu implementována právě původním § 183i a násl. Obchodního zákoníku. Je otázkou, zdali byla implementována právě tato směrnice, nebo zdali nebyl Akcionář, který vlastní akcie o souhrnné jmenovité hodnotě alespoň 90 % základního kapitálu společnosti se kterými je spojen 90 % podíl na hlasovacích právech, má právo (nikoli povinnost) převzít od ostatních akcionářů jejich akcie. Musí s tím souhlasit valná hromada, na které má ovšem akcionář více než 90 % podíl na hlasovacích právech. Hlavní akcionář na své náklady nechá pořídit znalecký posudek stanovující částku za akcii. Částka musí představovat přiměřené protiplnění. Minoritní akcionáři tak obdrží místo svých akcií peníze. I kdyby obdrželi nepřiměřeně nízké protiplnění, přestávají být akcionáři. Mají právo na dorovnání, není-li poskytnuté protiplnění přiměřené hodnotě účastnických cenných papírů ke dni přechodu vlastnického práva na hlavního akcionáře (§ 390, odst. 1 ZOK).

Majoritní (hlavní) akcionář platí znalce, který znalecky určuje, jakou částku obdrží minoritní akcionáři. Jeho hlasy (více než 90 %) je na valné hromadě schvalován squeeze-out. Je zde značné riziko, že navrhovaná částka nepředstavuje přiměřené protiplnění. Na druhou stranu minoritní akcionáři mohou mít nereálné požadavky či nereálná očekávání ohledně ceny akcií. Výsledkem je velká pravděpodobnost, že bude soudně napadena výše přiměřeného protiplnění. Jak se má tato výše znalecky počítat, je hlavní náplní článku. Protože daná

---

\* JUDr. Ing. Lukáš Křístek, MBA – jednatel znaleckého ústavu Moore Stephens ZNALEX, s. r. o., děkuji tímto Ing. Barboře Jirákové ze společnosti Moore Stephens ZNALEX, s. r. o. za převod článku do formátu vyžadovaného redakcí.

matérie má i své filosofické aspekty (otázka spravedlivosti), nejdříve popíšeme smysl institutu.

## Smysl squeeze-out

Squeeze-out lze uskutečnit jen u akciové společnosti, tedy u kapitálové společnosti (nikoli u osobních společností). Zde akcionář není povinen se osobně účastnit na společnosti. Akciové společnosti mají také největší význam pro ekonomiku. Stát má zájem na snižování transakčních nákladů a bezproblémovém fungování ekonomiky i obchodních společností. Předpokládá se, že při velké koncentraci vlastnictví (90 % podíl ve společnosti) hlavním akcionářem, mají minoritní akcionáři jen velmi omezené možnosti aktivní účasti na akciové společnosti a faktickém vykonávání práv. Vlastnictví akcií má význam jen jako investice (tuto větu si zapamatujeme pro další výklad). Majoritní (hlavní) akcionář nese největší měrou náklady typu organizování valných hromad, či informační povinnosti. Tyto náklady mohou do budoucna odpadnout. Důvody squeeze-out jsou mimoprávní – ekonomické. Mají být promítnuty uvedené úspory do ocenění? Základem squeeze-out je ekonomická úvaha *„vykupujícího hlavního akcionáře, zda se mu taková transakce vyplatí. S ohledem na pouze ekonomický rozměr této problematiky, redukováný na investiční aspekt, to však znamená také to, že např. na rozdíl od vyvlastnění rodinného domku nebude přihlížet k citovým aspektům, sociálním vazbám a důsledkům, i když takové aspekty nejsou přímo vyloučeny (penzijní fond jako minoritní akcionář, ochránci životního prostředí v akciové společnosti, která je hrozbou pro životní prostředí).“* (bod 67 Pl. ÚS 56/05 ze dne 27.3.2008)

Na druhou stranu je pravdou, že institut squeeze-out se velmi blíží vyvlastnění. Akcionář je zbaven akcií, proti své vůli. Má být tento aspekt zohledněn v ocenění?

## Plenární nálezy ústavního soudu (Pl. ÚS 56/05 ze dne 27. 3. 2008)

Ústavní soud se zabýval otázkou, zdali je zbavení majetku proti vůli jeho vlastníka v souladu s ústavou. Plenárním nálezem (Pl. ÚS 56/05 ze dne 27.3.2008) konstatoval, že ano, protože minoritní akcionář má právo na přiměřené protiplnění. Toto protiplnění je stanoveno odborníkem (znalcem nezávislým a nepodjatým, jak stanovuje zákon o znalcích a tlumočnících č. 36/1967 Sb.). A je možnost soudního přezkumu. Konkrétně ústavní soud uvedl, že *„Přiměřenost značí požadavek přihlídnout ke všem podstatným okolnostem v souvislosti s nuceným výkupem. To znamená, že je z pohledu zákona vyloučeno, aby byla stanovena subjektivně. Jen to by mohlo vést k rozhodnutí o neústavnosti takové právní úpravy. To, že obchodní zákoník chápe tento pojem jako návod k objektivnímu hodnocení, plyne již z toho, že počítá s jejím soudním přezkumem; cena stanovená nikoli na základě objektivních kritérií by se vymykala soudnímu přezkumu.“* (bod 66)

Dále ústavní soud sdělil, že *„s ohledem na okolnosti výkupu spojeného se zásahem do vlastnického práva se přiměřenost ceny kótovaných akcií nikdy nemůže pohybovat pod hranicí tržní ceny.“* (bod 68)

A také dovodil, že *„soud nemůže výši protiplnění napadeného minoritním akcionářem snížit.“* (bod 68)

Dále v bodě 77 ústavní soud odkazuje na budoucí soudní praxi a judikaturu. Předpokládá, že Nejvyšší soud ČR bude sjednocovat judikaturu. Nakonec ústavní soud uvádí, že není vyloučeno, že se bude situací zabývat i v budoucnu v rámci posuzování konkrétního případu.

## Použité metody ocenění

Je na zadavateli nebo na znalci, jakou metodu použije? K této otázce se jasně vyjádřil ústavní soud (III. ÚS 647/15) v bodě 32. „*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 (srov. Bod 66 nálezu Ústavního soudu ze dne 27. 3. 2008 sp. Zn. Pl. ÚS 56/05 – je věcí praxe, jaká kritéria hodnocení si vyvine, kdy jde i v zahraničí o věc state of art, z novější odborné literatury souhlasně např. Šuk, P. in Štenglová, I. A kol. Zákon o obchodních korporacích. 2. vydání. Praha: C. H. Beck, 2017, s. 640-641). Soud tedy není povinen rozhodnout, jaká metoda má být pro stanovení hodnoty podniku použita.*“

**Je na znalci, aby vybral správnou metodu ocenění. Výběr metody bude odvislý od analýzy společnosti, která je předmětem ocenění.**

## Báze (kategorie) hodnoty

Znalci se často dožadují, aby zadavatel sdělil, jakou bázi hodnoty mají stanovit. Přičemž volba báze hodnoty předznamenává další postup znalce. Respektive předznamenává, zdali bude v ocenění zohledněna nedobrovolnost transakce. Báze hodnoty je závislá na účelu ocenění a také na subjektu z hlediska, kterého je určována (bod 28 nálezu III. ÚS 647/15).

Ústavní soud vidí podobnost mezi přiměřeným protiplněním v rámci vytěsnění a náhradou při vypořádání podílového spoluvlastnictví. Základem pro stanovení náhrady za vypořádání spoluvlastnictví je cena celé věci, nikoli cena, za kterou by bylo možno spoluvlastnický podíl zpeněžit. Existence spoluvlastnictví není důvodem pro snížení ceny. Skutečnost, že předmětem ocenění je pouze menšinový podíl nehraje roli. Zde se ústavní soud odvolává na spravedlivou hodnotu a literaturu, kdy „*standardem hodnoty není pro soudní řízení „spravedlivá tržní hodnota“, ale „spravedlivá hodnota“. Pro zmíněné účely je pojem spravedlivá hodnota v USA téměř jednomyslně zakotven jako právní pravidlo přímo v právních předpisech; nejde o standard spravedlivé tržní hodnoty, při němž se tradičně používají diskonty za menšinu a za obchodovatelnost.*“ (Zima, 2016, s. 140)

**Ústavní soud v bodě 29, 31 a 34 nálezu III. ÚS 647/15 dovedl, že má při ocenění v rámci squeeze-out má být použita spravedlivá hodnota (fair či přesněji equitable value) a nikoli tržní hodnota.**

Kdy v bodě 31 uvádí „*Obdobně jako přírážku za minoritu, která zohledňuje stupeň kontroly podniku konkrétního akcionáře a kterou (nejsou-li pro to nějaké mimořádné důvody) v případě vytěsnění menšinových akcionářů uplatnit nelze, neboť výsledkem by nebyla spravedlivá, ale tržní hodnota menšinového podílu, je třeba posuzovat přírážku za obchodovatelnost příslušného účastnického cenného papíru.*“

**Při squeeze-outu má znalec oceňovat na bázi spravedlivé hodnoty.**

## Přirážky snižující ocenění nejsou důvodné

Při ocenění pro squeeze-out **nelze použít přírážku za minoritu**. Ústavní soud toto zdůvodnil podobností náhrady za odejmutí akcií s náhradou při vypořádání podílového spoluvlastnictví. Základem pro vypořádání je v obou případech ocenění celé věci. Existence spoluvlastnictví není důvodem ke snížení takto stanovené ceny – viz odstavec č. 29 nálezu ústavního soudu III. ÚS 647/15. Přirážku by odůvodňovaly jen „mimořádné“ důvody.

**Ústavní soud odmítá přírážku za obchodovatelnost** v odstavci 31 nálezu ústavního soudu III. ÚS 647/15 slovy: „*V případě vytěsnění menšinových akcionářů jde o nucenou*

*transakci, kde osoba prodávajícího a kupujícího je předem známa, a tudíž není třeba vyhledávat toho, kdo by příslušný cenný papír odkoupil (tou je takto kvalifikovaný vlastník, tedy většinový akcionář), a žádné dodatečné náklady tak v souvislosti s prodejem nevznikají. Vzhledem k tomu není důvod hodnotu podílu touto cestou snižovat.“ Pravdou je, že po dalším podrobnějším zdůvodnění uvádí, že „Vzhledem k tomu, že není možné předjímat všechny situace, které by mohly v praxi nastat, nelze ani použití přírážky za (omezenou) obchodovatelnost zcela vyloučit, nicméně takový postup bude spíše výjimečný, přičemž se musí opírat o racionální důvody.“*

## **Judikáty, časová působnost a informace po datu ocenění**

V rámci znaleckého oceňování se uplatňuje zásada, že mohou být použity jen informace známé k datu ocenění. To je obecná zásada při rozhodování. Nemohu při rozhodování použít informaci, která bude existovat až v budoucnu. Na tuto zásadu se retrospektivně zapomíná. V literatuře se označuje jako „zkreslení zpětného pohledu“ (Kahneman, 2012, s. 217-218) či „retrospektivní zkreslení“ (Taleb, 2011, s. 28 a s. 320). V oceňování se používá jako zásada komplexnosti. Tuto zásadu přebírá i ústavní soud<sup>1</sup>. Zásada má však výjimky, respektive neplatí na řešení otázek právních. Protože téma by vydalo na samostatný článek, dále jen stručně.

Slovní obrat „informace k datu ocenění“ není přesný. Lepším obratem je „skutečnosti známé k datu ocenění“. Skutečnosti znamenají otázky skutkové (questio facti). Informace mohou mít i právní povahu, mohou se týkat otázek právních (questio iuris).

Právní otázky jsou řešeny v soudních rozhodnutích. Například judikát ústavního soudu III. ÚS 647/15 uvádí v odstavci 31, že není možno v rámci přiměřeného protiplnění snižovat ocenění přírážkou za (malou) obchodovatelnost. Ústavní soud sdělil tento názor dne 27. 11. 2018. Má se tento názor uplatňovat i na znalecké ocenění (a částky za 1 akcii tam uvedené) vyhotovené před tímto datem?

Ano, má a musí. Protože pokud by se tak nestalo, soudní případ zase „doputuje“ před ústavní soud, a ten rozhodne v souladu s minulou judikaturou. Takže by se jen prodlužoval soudní případ. Proto už prvoinstanční soud musí zohlednit judikaturu včetně judikatury ústavního soudu.

Vlivem pozdější judikatury může být posudek – respektive ocenění v posudku – nepoužitelný. I když znalec přihlédl ke všem jemu známým okolnostem k datu ocenění.

Pokud soud zjistí, že posudek je v rozporu s nálezem ústavního soudu, měl by zadat jeho přepracování. Respektive by měl určit, jak má znalec v souladu s judikaturou postupovat.

Použití přírážek či srážek za omezenou obchodovatelnost či diskont za minoritu je otázkou právní a nikoli skutkovou, „neboť její řešení závisí na výkladu (právního) pojmu „přiměřené protiplnění“ – odstavec 33 nálezu III. ÚS 647/15.

## **Judikáty Nejvyššího soudu ČR**

Výše uvedené informace vychází z názorů ústavního soudu. Problémem squeeze-outu se v rámci normálního soudnictví zabývá na nejvyšší úrovni Nejvyšší soud ČR, který svou judikaturu shrnul v usnesení 29 Cdo 2025/2016-1513 ze dne 29. 5. 2018. Jedná se o konstantní judikaturu nejvyššího soudu (srovnej rozsudek NS ČR ze dne 26. 4. 2018, sp. Zn. 29 Cdo 3024/2016 a judikaturu v něm citovanou).

<sup>1</sup> Nález Ústavního soudu, III. ÚS 647/15, odst. 39

Pro ocenění jsou důležité tyto body:

- metodu ocenění volí znalec s ohledem na poměry dotčené společnosti
- určení hodnoty podniku společnosti je otázkou skutkovou, kterou řeší znalec
- určení přiměřené výše protiplnění je otázkou právní, kterou řeší soud
- v rámci přiměřeného protiplnění nemůže být uplatněn diskont (srážka) za likviditu či minoritu
- poskytované protiplnění musí odpovídat hodnotě investice minoritního akcionáře
- protiplnění za akcie nesmí být nižší než tržní cena akcií předcházející vytěsnění, zle-li ji objektivně určit.

## **Převod jmění na společníka**

Institut „převzetí jmění hlavním akcionářem“ je upraven v Zákonu o přeměnách obchodních společností a družstev, zákon č. 125/2008 Sb. v § 354 – 359. Ekonomický smysl je stejný jako u squeeze-out. Proto e domnívám, že co platí pro squeeze-out, platí mutatis mutandis i pro převod jmění na společníka.

## **Články v Oceňování 2/2018 na dané téma**

Pro znalce je to téma zajímavé. V časopise Oceňování 2/2018 vyšla hned dva články, které se tématem zabývají. Číslo časopisu vyšlo ještě před publikací judikátu ústavního soudu. Takže autoři nemohli své názory s nálezem konfrontovat. Je vhodné zmínit některé teze článků, aby čtenář (znalec) mohl učinit názor, jak má při ocenění ve squeeze-out postupovat.

Prvním článkem je „Squeeze-out a spravedlivá hodnota“ autorů Pavel Kohoutek, Tomáš Podškubka, Jiří Hlaváč in Oceňování 2/2018, s. 3 a následující. Názory publikované v článku jdou proti nálezu ústavního soudu. Autoři uvádí, že *„Podle našeho názoru za současné legislativy a metodických postupů by znalec jakožto ekonomický odborník neměl tzv. spravedlivou hodnotu používat.“* Ústavní soud dovodil opak.

Dále autoři uvádí *„Pojem spravedlivá hodnota a její možné použití jaké báze hodnoty při ocenění je v české praxi podle našeho názoru na počátku diskuse.“* Vidím to jinak. Diskuse probíhala mnoho let a to v rámci soudních řízení, kdy znalci různých účastníků řízení argumentovali. A soudy podle argumentace rozhodovaly. Až nakonec ústavní soud rozhodl, že má být použita spravedlivá hodnota. Tím diskuse na dané téma končí.

Autoři také nedoporučují, *„aby dosažení „spravedlnosti“ bylo řešeno nepoužitím přirážky za velikost společnosti nebo přirážky za likviditu.“* Ústavní soud má jiný názor – jeho zdůvodnění je uvedeno výše.

Druhý článek, který se i daným tématem zabýval je „K vybraným problémům oceňování majetku s důrazem na oceňování podniku“ autorů Miloš Mařík, Pavla Maříková in Oceňování 2/2018, s. 29 a následující.

Zde se autoři zabývají i tématem tržní a spravedlivé hodnoty v případě povinných nabídek převzetí a squeeze-out. Navrhují tři možné varianty. Přičemž jejich Varianta 3 je variantou, kterou nastínil i ústavní soud. Autoři v ní navrhují stanovit spravedlivou hodnotu podniku (bez dalších srážek např. za velikost a obchodovatelnost). Z takto stanovené hodnoty má být vypočten alikvotní podíl (neuplatní se srážka za minoritu). Výsledkem je spravedlivá hodnota. Vidím zde prolnutí právního myšlení (nález ústavního soudu) s myšlením znaleců-oceňovatelů (varianta č. 3).

## **Závěr**

Judikatura ústavního soudu (a obdobná judikatura nejvyššího soudu) nám pro ocenění squeeze-outu sděluje toto:

- je na znalci, jakou metodu ocenění vybere, výběr metody musí být odvislý od analýzy společnosti, která je předmětem ocenění
- znalec má oceňovat na bázi spravedlivé hodnoty
- nelze použít přírážku za minoritu či za obchodovatelnost, výjimka musí být zdůvodněna
- protiplnění musí odpovídat hodnotě investice minoritního akcionáře
- protiplnění nesmí být nižší než tržní cena akcie

Ústavní soud posunul judikaturu v oblasti, která je obvykle považována za velmi odbornou a soudu vzdálenou. Judikatura nepochybně přispěje k zrychlení soudního jednání ve věcech stanovení přiměřené ceny. K obdobným závěrům nezávisle dospěli i znalci z oboru oceňování. Problém typu hodnot a přírážek při squeeze-out je vyřešen.

## **Literatura:**

- [1] Zima, P. (2016): *Oceňování podniků v právní praxi*. Praha: C.H. Beck. ISBN 978-80-7400-623-4.
- [2] Kahneman, D. (2012): *Myšlení: rychlé a pomalé*. Brno: Jan Melvil. ISBN 978-80-87270-42-4.
- [3] Taleb, N. (2011): *Černá labuť: následky vysoce nepravděpodobných událostí*. Praha: Paseka. ISBN 978-80-7432-128-3.

## **Znalecké ocenění, squeeze-out a Ústavní soud ČR**

*Lukáš Křístek*

### **ABSTRAKT**

Tento článek se zabývá problematikou znaleckého ocenění při squeeze-out neboli vytěsnění. Ocenění v procesu vytěsnění má své zvláštnosti, které nejsou znalcům a někdy ani advokátům známy. Což má za následek neúměrně dlouhé soudní řízení. V článku nejprve uvádím vymezení samotného pojmu squeeze-out a jaký je jeho smysl. Dále se zabývám judikaturou, která byla k této problematice vydaná, bází (kategorií) hodnoty, která by měla být stanovena a přírážkami snižující ocenění. Článek ukazuje přístup Nejvyššího soudu a Ústavního soudu České republiky, který v nedávné době vydaly usnesení shrnující dosavadní judikaturu k výkladu přiměřenosti protiplnění při tzv. squeeze out.

**Klíčová slova:** Squeeze-out; Ocenění; Judikatura.

## **Expert valuation, squeeze-out and Constitutional Court**

### **ABSTRACT**

This article deals with the issue of expert valuation in squeeze-out or crowding out. The valuation in the squeeze-out process has its peculiarities, which are not known to the experts and sometimes to the lawyers. This results in disproportionately long court proceedings. In the article I first mention the definition of the squeeze-out itself and its meaning. Next, I deal with the case-law that has been issued on this issue, the basis (category) of the value that should be established and the premium that reduce valuation. The article shows the approach of the Supreme Court and Constitutional Court of the Czech Republic, which recently issued a resolution summarizing the existing case law on the interpretation of the adequacy of the consideration in the so-called squeeze out.

**Key words:** Squeeze-out; Valuation; Case-law.

**JEL classification:** G30