

KOMPARÁCIA PRÁVNEJ ÚPRAVY SQUEEZE OUT V PODMIENKACH SLOVENSKEJ REPUBLIKY A ČESKEJ REPUBLIKY

JAROSLAVA HEČKOVÁ

Faculty of Management, Prešovská univerzita in Prešov, Slovakia

Abstract in original language

Príspevok sa zaoberá právnym inštitútom právo výkupu, resp. vytesnenie menšinových akcionárov (squeeze out). Cieľom príspevku je vymedziť teoretické východiská problematiky squeeze out a porovnať vývoj právnej úpravy squeeze out v podmienkach Slovenskej republiky a Českej republiky.

Key words in original language

Squeeze out; Vytesnenie minoritných akcionárov; Právo výkupu; Právna úprava squeeze out.

Abstract

The paper deals with the legal buy-out right, resp. displacement of minority shareholders (squeeze out). The aim of the paper is to define the contribution of theoretical issues squeeze out and compare the development of legislation squeeze out in the Slovak Republic and Czech Republic.

Key words

Squeeze out; Displacement of minority shareholders; Buy-out right; Legislation of squeeze out.

1. ÚVOD

Rozvoj podnikania a obchodných vzťahov v rámci Európskej únie, harmonizácia a postupné zblížovanie právnych úprav jej členských štátov prinieslo do slovenského i českého obchodného práva viaceré nové inštitúty z obchodnej praxe iných členských štátov. V oblasti práva obchodných spoločností, jedného z najdynamickejších sa rozvíjajúcich oblastí súkromného práva, k nim nepochybne patrí inštitút práva na odpredaj - squeeze out, označovaný aj ako právo výkupu, resp. vytesnenie minoritných akcionárov.

Dôvody zavedenia právnej úpravy squeeze out do slovenského i českého právneho poriadku možno rozdeliť do dvoch základných skupín, a to na dôvody právne a ekonomické.

Dôležitým právnym dôvodom bola povinnosť Slovenskej i Českej republiky splniť záväzky plynúce z ich členstva v Európskej únii, a to harmonizovať národné právne úpravy s komunitárnou legislatívou. V danom prípade bolo potrebné harmonizovať slovenskú i českú národnú úpravu so Smernicou

Európskeho parlamentu a Rady Európskej únie 2004/25/ES¹ (tzv. takeover bid smernica) z 21. apríla 2004 o ponukách na prevzatie. Lehota pre transpozíciu smernice bola stanovená do 20. mája 2006.

Ekonomické dôvody sa argumentačne opierajú predovšetkým o potrebu skvalitnenia riadiacich procesov vo vnútri akciových spoločností a zníženia nákladov spoločností na uspokojenie práv minoritných akcionárov.

Cieľom príspevku je vymedziť teoretické východiská problematiky squeeze out a porovnať vývoj právnej úpravy squeeze out v podmienkach Slovenskej republiky a Českej republiky.

2. TEORETICKÉ VÝCHODISKÁ PROBLEMATIKY SQUEEZE OUT

Squeeze out (právo výkupu, resp. vytesnenie menšinových akcionárov) znamená možnosť majoritného akcionára, ktorý dosiahol určitú vysokú hranicu vlastníctva, vytesniť ostatných (minoritných) akcionárov. Účelom tohto kroku je „prečistiť“ vlastníctvo v tých akciových spoločnostiach, v ktorých existuje silný majoritný akcionár, prípadne viac akcionárov konajúcich v zhode, ktorí majú záujem ďalej rozvíjať podnikateľskú činnosť akciovej spoločnosti podľa vlastných predstáv, zjednodušiť a znížiť administratívnu záťaž spoločnosti, zracionalniť a zvýšiť flexibilitu jej riadenia, prípadne zmeniť jej dividendovú politiku, a to vytesnením ostatných akcionárov, ktorí na základe vlastníckych práv disponujú nízkym rozhodovacím potenciálom.

Podľa Koblihu et al (2006) je inštitút squeeze out zvláštnym oprávnením majoritného akcionára, ktorý môže rýchle a bez väčších nákladov zjednodušiť akcionársku štruktúru spoločnosti a umožniť ďalšie znižovanie nákladov spojených s činnosťou jej vnútorných orgánov. Zbavuje spoločnosť povinnosti chrániť často zložitými formálnymi postupmi právne postavenie minoritných akcionárov s nepatrným vlastníckym podielom pre rozhodovacie procesy vo vnútri spoločnosti a z hľadiska vplyvu na podnikateľskú politiku spoločnosti často irelevantné a umožňuje vytvárať spoločnosti s jediným akcionárom.

Hlavné motívy uplatnenia squeeze out² – práva výkupu podľa Maříka (2007) vychádzajú z potreby zvyšovania konkurenčnej schopnosti podniku. Sú nimi:

¹ Smernica Európskeho parlamentu a Rady Európskej únie 2004/25/ES z 21. apríla 2004 o ponukách na prevzatie bola prijatá v rámci Akčného plánu pre finančné služby (The Financial Services Action Plan – FSAP), ktorého cieľom bolo integrovanie národných finančných trhov do jedného celoeurópskeho trhu (European Commission, 1999). Uvedená smernica bola výsledkom vyše dvadsaťročného úsilia o zjednotenie úpravy inštitútu squeeze out a predstavuje jeden z pilierov zvyšovania konkurencieschopnosti Európskej únie (Report on the Implementation of the Directive on Takeover Bids).

- znižovanie správnych nákladov, ktoré nie sú úmerné reálnym prínosom minoritných akcionárov. Patria sem predovšetkým náklady na publicitu, náklady na uskutočnenie valných zhromaždení a náklady spojené s poskytovaním informácií o hospodárení akciovej spoločnosti³,
- zjednodušenie systému riadenia ako dôsledok vytesnenia minoritných akcionárov, ktorí nezriedka zneužívajú svoje postavenie (Bartošíková, 2004, s. 1) a snažia sa predať aj svoje právo napadnúť rôzne rozhodnutia akciovej spoločnosti. Ďalším zdrojom komplikácií v systéme riadenia sú rôzne zákonné práva poskytované minoritným akcionárom v snahe ochrániť ich pred dôsledkami rôznych rozhodnutí spoločnosti (Pokorná, 2004, s. 239), ktoré sa z pohľadu minoritných akcionárov môžu javiť ako nevýhodné. Príkladom sú problémy, vznikajúce koncernom pri riadení dcérskych spoločností, kde sa vplyv minoritných akcionárov dcérskych spoločností pociťuje ako komplikácia pri správe majetku, ktorý kontrolujú. Tieto práva minoritných akcionárov sú v praxi spojené s rôznymi relatívne komplikovanými procedúrami, značne časovo a

² Skúsenosti a poznatky z praxe naznačujú, že inštitút squeeze out má riešiť predovšetkým problém ekonomickej efektívnosti akciových spoločností. V tejto súvislosti je potrebné rozlíšiť systém správy akciových spoločností, tzv. corporate governance, a to na (Mařík, 2007, s. 17):

- „outsider“ systém

„Outsider“ systém je charakteristický existenciou pomerne rozptýleného držania akcií, ktoré sú kótované na kapitálovom trhu. Pokiaľ kapitálový trh funguje dobre, vykonáva zároveň kontrolu nad efektívnosťou hospodárenia akciovej spoločnosti. Ak hospodárenie akciovej spoločnosti nedosahuje očakávané výsledky, príčina spočíva v nákladoch zastúpenia, ktorých základom je konflikt záujmov medzi vlastními – akcionármi na jednej strane a manažmentom spoločnosti na strane druhej, tzv. konflikt „principal-agents“. Manažment spoločnosti koná predovšetkým vo vlastnom záujme, ktorý nemusí vždy stotožniť so záujmom akcionárov. Riešením je v takomto prípade prevzatie spoločnosti iným investorom, ktorý vymení manažment spoločnosti a v prípade potreby siahne akcie z kapitálového trhu. Akciová spoločnosť sa stane súkromnou spoločnosťou, pričom nový vlastník presadí potrebnú reštrukturalizáciu, zvýši jej efektívnosť a spoločnosť sa môže prípadne vrátiť na kapitálový trh s tým, že akcie budú ponúknuté za podstatne vyššie ceny. Zostávajúci minoritní akcionári sa v takomto prípade javia ako príťaž, pretože nielen komplikujú prijatie potrebných rozhodnutí, ale profitujú z prevedených opatrení bez toho, aby sa zodpovedajúcim spôsobom podieľali na uskutočnených vkladoch a vynaloženom úsilí.

- „insider“ systém

„Insider“ systém je založený na koncentrovanom vlastníctve akcií spoločnosti, ktoré umožňuje majoritnému akcionárovi primeranú kontrolu manažmentu spoločnosti. V tomto systéme však spravdla dochádza ku konfliktu záujmov medzi hlavným, majoritným akcionárom a minoritnými akcionármi. Jadrom týchto konfliktov je informačná asymetria a s ňou spojená možnosť majoritných akcionárov privlastňovať si rôzne úžitky zo správy akciovej spoločnosti bez poskytnutia rovnakých úžitkov minoritným akcionárom.

³ V tejto súvislosti sa uvádzajú tzv. *agency costs* ako dodatočné náklady správy akciových spoločností, ktoré sú spojené s administratívou, informovaním a riadením vzťahov k akcionárom (Weston, Chung, Hong, 1990, s. 107-110). Elimináciou tzv. *agency costs* sa konkrétne efekty squeeze out premietnu do absencie nutnosti zvolať valné zhromaždenie verejne a s predstihom, možnosti rozhodovať ad hoc podľa súčasnej obchodno-ekonomickej situácie, možnosti dať operatívne súhlas predstavenstvu na dôležité obchodné transakcie, investície, kapitálové presuny, schopnosti operatívne rozhodovať o reštrukturalizačných opatreniach a do schopnosti efektívne rozhodovať o formalitách typu schvaľovanie účtovnej závierky a rozdelenie výsledku hospodárenia (rozhodnutia jediného akcionára o skutočnostiach a zmenách, nevyžadujúce si zápis do obchodného registra). Flexibilita je zachovaná aj pri rozhodnutia vyžadujúcich si zápis do obchodného registra (zmena sídla spoločnosti, zmena stanov spoločnosti, zmena v zložení orgánov spoločnosti, zmena základného kapitálu spoločnosti).

finančne náročnými a vo svojich dôsledkoch znižujúcimi flexibilitu akciových spoločností podnikajúcich v zostrujúcom sa konkurenčnom prostredí,

- prevod akciovej spoločnosti, ktorej akcie sú verejne obchodovateľné na súkromnú akciovú spoločnosť, tzv. „going private“⁴, čo môže byť žiadúce v prípade potreby zásadnej reštrukturalizácie akciovej spoločnosti.

Význam inštitútu squeeze out zdôrazňuje aj medzinárodné zoskupenie renomovaných právnych expertov – High Level Group of Company Law Experts, ktoré považuje squeeze out za verejný záujem v zmysle zefektívnenia riadenia a nákladov spoločností ako aj celej ekonomiky. Podľa ich názoru je v súlade s medzinárodnými zmluvami na úrovni Európskej únie i s medzinárodnou Listinou základných práv a slobôd (European Commission, Advisory Group on Corporate Governance and Company Law, 2005a, 2005b, 2005c, 2006).

3. ÚPRAVA SQUEEZE OUT V SLOVENSKEJ REPUBLIKE

Schválením zákona č. 644/2006 Z. z., ktorým sa mení a dopĺňa zákon č. 483/2001 Z. z. o bankách a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov a o zmene a doplnení niektorých zákonov a č. 209/2007 Z. z., ktorým sa mení a dopĺňa zákon č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch a investičných službách a o zmene a doplnení niektorých zákonov (zákon o cenných papieroch) v znení neskorších predpisov a o zmene a doplnení niektorých zákonov Slovenská republika transponovala do svojho vnútroštátneho právneho poriadku Smernicu Európskeho parlamentu a Rady Európskej únie 2004/25/ES a implementovala inštitút článku 15 tejto smernice právo výkupu - squeeze out.

Účelom zavedenia inštitútu práva výkupu - squeeze out bola podľa Ministerstva financií Slovenskej republiky potreba reagovať na prípady zmeny pôvodne rozptýlenej štruktúry akciových spoločností na koncentrovanú štruktúru. Nutnosť zvolávania valných zhromaždení, informačné povinnosti a iné požiadavky kladené zákonom na akciové spoločnosti sa pre efektívne fungovanie akciovej spoločnosti stávajú záťažou, ktorá môže viesť v konečnom dôsledku k stratám pre všetkých akcionárov.

V zmysle zavedenej právnej úpravy v Slovenskej republike má väčšinový akcionár právo nadobudnúť všetky zostávajúce akcie predmetnej akciovej

⁴ Legitímnou súčasťou „going private“ ako trendu zmeny rozdrobeného vlastníctva na koncentrované je podľa Westona, Chunga, Honga (1990, s. 393) ako aj podľa Damodarana (1997, s. 692) princíp squeeze out, ktorý v kontexte realizovaných akvizíčných procesov (najmä typu Management Buyout, Leveraged Buyout, Hostly/Friendly Takeover) prináša benefity nielen akciovým spoločnostiam, ale aj celej ekonomike.

spoločnosti (tzv. cieľovej spoločnosti), ktoré sú obchodované na regulovanom trhu v Slovenskej republike alebo v inom členskom štáte Európskej únie, za primeranú odplatu (protiplnenie) vo forme peňažného protiplnenia, výmenou za iné cenné papiere, alebo kombináciou oboch foriem, a to bez ohľadu na prípadný nesúhlas menšinových akcionárov s touto kúpou, resp. výmenou.

Dohľad nad dodržiavaním noriem zavedených touto smernicou je zverený národnému nestrannému orgánu, Národnej banke Slovenska, v rámci integrovaného výkonu dohľadu nad finančným trhom v oblasti bankovníctva, kapitálového trhu, poisťovníctva a dôchodkového sporenia podľa zákona č. 747/2004 Z. z. o dohľade nad finančným trhom a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov. Národná banka Slovenska týmto zodpovedá, že menšinoví akcionári budú v procese uplatňovania práva výkupu požívať ochranu v zmysle zákona č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch a investičných službách a o zmene a doplnení niektorých zákonov (zákon o cenných papieroch) v znení neskorších predpisov.

Podľa platnej právnej úpravy má majoritný akcionár, ktorý vlastní akcie s úhrnnou menovitou hodnotou predstavujúcou aspoň 95 % základného imania predmetnej akciovej spoločnosti (tzv. cieľovej spoločnosti) a s ktorými je spojených aspoň 95 % podiel na hlasovacích právach všetkých akcionárov cieľovej spoločnosti, možnosť požadovať od všetkých zostávajúcich (minoritných) akcionárov, aby na neho previedli svoje akcie cieľovej spoločnosti prijaté na obchodovanie na regulovanom trhu za primerané protiplnenie.

Uplatneniu práva výkupu predchádza ponuka na prevzatie. Ide o verejný návrh na uzatvorenie zmluvy, ktorej predmetom je kúpa cenných papierov, s ktorými sú spojené hlasovacie práva. Táto ponuka nemôže byť ani čiastočná (týkajúca sa iba časti zostávajúcich akcií cieľovej spoločnosti vlastnených menšinovými akcionármi) ani podmienená (navrhovateľ sa nezaviazal v rámci tejto ponuky nadobudnúť akcie iba v prípade, ak bude dosiahnutý istý minimálny počet týchto akcií). Ponuka na prevzatie môže byť povinná alebo vyhlásená dobrovoľne.

Povinnosť vyhlásiť ponuku na prevzatie zákon č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch v znení neskorších predpisov ukladá v niekoľkých prípadoch, napríklad, ak fyzická alebo právnická osoba prekročí kontrolný podiel v cieľovej spoločnosti (podiel najmenej 33 % na hlasovacích právach spojených s akciami jednej cieľovej spoločnosti) alebo ak valné zhromaždenie akcionárov emitenta kótovaných akcií rozhodne, že akcie vydané týmto emitentom prestanú byť kótované, je emitent povinný vyhlásiť povinnú ponuku na prevzatie na kúpu všetkých kótovaných akcií od akcionárov, ktorí na valnom zhromaždení nehlasovali za rozhodnutie, že tieto akcie prestanú byť kótované, alebo ktorí sa tohto valného zhromaždenia nezúčastnili. Dobrovoľná ponuka na prevzatie môže byť

vyhlásená napríklad na účely nadobudnutia kontrolného podielu v cieľovej spoločnosti.

Väčšinový akcionár, ktorý rozhodol o tom, že uplatní právo výkupu, je povinný svoje rozhodnutie vrátať skutočnosť, na základe ktorých mu toto právo vzniklo, oznámiť bez zbytočného odkladu cieľovej akciovej spoločnosti, Národnej banke Slovenska ako aj všetkým zostávajúcim akcionárom cieľovej spoločnosti. Zoznam akcionárov, ako aj ich prípadných záložných veriteľov s potrebnými údajmi, môže pre tento prípad získať majoritný akcionár (navrhovateľ) na základe písomnej žiadosti od Centrálného depozitára cenných papierov SR, a.s.

Právo výkupu je účinné voči dotknutým minoritným akcionárom až po udelení súhlasu Národnou bankou Slovenska.

V prípade, že minoritný akcionár návrh neprijme, môže sa navrhovateľ (majoritný akcionár) domáhať na súde, aby prijatie návrhu nahradil súdnym rozhodnutím. Toto právo musí navrhovateľ uplatniť proti všetkým povinným osobám, ktoré návrh neprijali v jednom konaní do troch mesiacov od uplynutia lehoty na prijatie návrhu.

Jedným zo základných princípov uplatnenia squeeze out je ponúknuť minoritným akcionárom protiplnenie, ktoré bude primerané hodnote akcií cieľovej akciovej spoločnosti. Primerané protiplnenie môže mať podobu peňažného protiplnenia, cenných papierov alebo kombinácie oboch uvedených foriem. Ak majoritný akcionár ponúka aspoň časť protiplnenia vo forme cenných papierov, musí byť rovnako alternatívne ponúknutá aj možnosť výlučne peňažného protiplnenia. Práve určenie primeraného protiplnenia sa javí ako najproblematickejší prvok celého postupu squeeze out. Pri povinnej ponuke na prevzatie, pri uplatnení práva výkupu či v prípadnom súdnom konaní je popri iných dôležitých faktoroch významným ukazovateľom primeranosti protiplnenia a spôsobom spravodlivého vysporiadania všeobecná hodnota akcií stanovená znaleckým (expertným) posudkom. Výber znalca vykonáva Národná banka Slovenska a môže ním byť iba znalec – právnická osoba.

Hodnota primeraného protiplnenia by mala zodpovedať tzv. absolútnemu odškodneniu. To znamená, že by sa mala rovnať takej hodnote akcií, aby vytesnený (minoritný) akcionár mohol za získané protiplnenie nadobudnúť alternatívnu investíciu s rovnakým výnosom i rizikom. Vyhláška Ministerstva spravodlivosti Slovenskej republiky č. 626/2007 Z. z., ktorou sa mení a dopĺňa vyhláška Ministerstva spravodlivosti Slovenskej republiky č. 492/2004 Z. z. o stanovení všeobecnej hodnoty majetku s účinnosťou od 1. januára 2008 má prílohou č. 16 za cieľ regulovať proces squeeze out z hľadiska použitých postupov a metód ohodnocovania (stanoviť všeobecnú hodnotu akcií na účely zistenia primeranej hodnoty protiplnenia podľa zákona č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch v znení neskorších predpisov), a vylúčiť tým subjektívnosť pri stanovení primeranej hodnoty protiplnenia v znaleckých (expertných) posudkoch.

4. ÚPRAVA SQUEEZE OUT V ČESKEJ REPUBLIKE

Požiadavky Smernice Európskeho parlamentu a Rady Európskej únie 2004/25/ES boli do českého právneho poriadku implementované zákonom č. 216/2005 Sb., ktorým sa mení 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, ve znění pozdějších předpisů, a zákon č. 358/1992 Sb., o notářích a jejich činnosti (notářský řád), ve znění pozdějších předpisů ktorým bol novelizovaný zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník ve znění pozdějších předpisů a po prvýkrát zavedený inštitút práva výkupu účastníckych cenných papierov (squeeze out) v ustanoveniach § 183i až § 183n. Podľa zavedenej právnej úpravy osoba (majoritný akcionár), ktorá vlastnila v spoločnosti účastnícke cenné papiere, ktorých súhrnná menovitá hodnota predstavovala aspoň 90 % jej základného kapitálu, alebo ktoré nahrádzali účastnícke cenné papiere, ktorých súhrnná menovitá hodnota predstavovala aspoň 90 % základného kapitálu spoločnosti, alebo s ktorými bol spojený aspoň 90 % podiel na hlasovacích právach v spoločnosti bola oprávnená požadovať, aby predstavenstvo zvolalo valné zhromaždenie, ktoré rozhodlo o prechode všetkých ostatných účastníckych cenných papierov spoločnosti na ňu. Držitelia ostatných účastníckych papierov mali právo na protiplnenie v peniazoch, ktorého výšku určil hlavný akcionár. Jeho povinnosťou bolo doložiť primeranosť protiplnenia znaleckým posudkom.

Lehota pre majoritného akcionára na požiadanie na zvolanie valného zhromaždenia bola stanovená do troch mesiacov odo dňa účinnosti novely alebo do troch mesiacov odo dňa nadobudnutia 90 % podielu na hlasovacích právach.

Inštitút squeeze out prijatý uvedenou novelou v dôsledku viacerých legislatívnych, technických i vecných nedostatkov, rozprúdil v Českej republike vlnu diskusií a polemík zo strany odbornej verejnosti i minoritných akcionárov. Predmetom kritiky sa stal predovšetkým samotný princíp vytesnenia a spôsob stanovenia výšky protiplnenia.

Reakciou na uvedené kritické názory a nedostatky bolo prijatie zákona č. 377/2005 Sb., o doplňkovém dozoru nad bankami, spořitelními a úvěrními družstvy, institucemi elektronických peněz, pojišťovnami a obchodníky s cennými papíry ve finančních konglomerátech a o změně některých dalších zákonů (zákon o finančních konglomerátech), ktorým bol s účinnosťou od 29. septembra 2005 novelizovaný zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník ve znění pozdějších předpisů. Uvedená novela okrem iného zaviedla k posilneniu ochrany minoritných akcionárov nad vybranými aspektmi vytesnenia dozor Komise pro cenné papíry. K prijatiu uznesenia valného zhromaždia o prechode všetkých ostatných účastníckych cenných papierov spoločnosti na hlavného akcionára sa zaviedol predchádzajúci súhlas Komise pro cenné papíry, resp. od 1. apríla 2006 České národní banky. Neudelenie súhlasu spôsobilo neplatnosť uznesenia valného zhromaždenia.

Úlohou Komise pro cenné papíry (od 1. apríla 2006 České národní banky) sa stalo aj posúdenie primeranosti výšky protiplnenia, pričom základom bol znalecký (expertný) posudok. Názor Komise na squeeze out vo vzťahu k spracovaniu znaleckých posudkov bol obsiahnutý v stanovisku č. STAN/13/2005 Komise pro cenné papíry z 9. novembra 2005. Podľa názoru Komise v tomto stanovisku nebolo dôvodné rozlišovať medzi ocenením účasti v spoločnosti pre účely ponúk na prevzatie a verejných návrhov podľa § 186a zákona č. 513/1991 Sb. obchodního zákoníka ve znění pozdějších předpisů a ocenením pre účely vytesnenia, pričom zrážku za minoritu považovala za neprípustnú a zdôrazňovala, že ocenenie by malo v plnom rozsahu zohľadňovať vplyv majoritného akcionára (začlenenie do štruktúry koncernu hlavného akcionára, synergické efekty a pod.). Komise pro cenné papíry doporučila použitie metodiky „Znalecké posudky pro účely nabídek převzetí a veřejných návrhů smluv o koupi účastnických cenných papírů (ZNAL)“.

Ďalšou zmenou oproti predchádzajúcej právnej úprave bola povinnosť majoritného akcionára odovzdať obchodníkovi s cennými papiermi alebo banke pred konaním valného zhromaždenia peňažné prostriedky vo výške potrebnej k výplate protiplnenia a valnému zhromaždeniu túto skutočnosť preukázať. Banka alebo obchodník s cennými papiermi následne realizovali výplatu protiplnenia.

I uvedená novela obchodního zákoníka priniesla pomerne búrlivú nielen odbornú diskusiu. Predmetom sporov sa stalo postavenie Komise pro cenné papíry, resp. České národní banky pri schvaľovaní výšky primeraného protiplnenia pre minoritných akcionárov, zákonom určené lehoty príslušného správneho konania i skutočnosť, že znalecké (expertné) posudky pre určenie primeraného a spravodlivého plnenia pre minoritných akcionárov boli objednávané priamo majoritným akcionárom, čím bola ohrozená objektivnosť a nezávislosť znalca. Skupina senátorov Senátu Parlamentu Českej republiky v novembri 2005 napadla samotnú ústavnosť právnej úpravy squeeze out.

27. marca 2008 došlo rozhodnutím Ústavného súdu sp. zn. PI ÚS 56/05 k zamietnutiu návrhu skupiny senátorov Senátu Parlamentu Českej republiky na zrušenie ustanovení § 183i až § 183n zákona č. 513/1991 Sb., obchodního zákoníka. Týmto bola v Českej republike ukončená diskusia o ústavnosti a súlade squeeze out s Listinou základných práv a slobôd.

1. apríla 2008 nadobudol účinnosť zákon č. 104/2008 Sb. o nabídkách na převzetí a o změně některých dalších zákonů (zákon o nabídkách převzetí). Prostredníctvom novely zákona č. 513/1991 Sb. obchodního zákoníku ve znění pozdějších předpisů došlo aj k zmene právnej úpravy squeeze out. Medzi hlavné zmeny patrí predovšetkým zrušenie trojmesačnej prekluzívnej lehoty, ktorá plynula odo dňa nadobudnutia 90 % podielu v akciovej spoločnosti, v ktorej mohol majoritný akcionár využiť svoje právo vytesniť minoritných akcionárov. Možnosť uplatnenia práva výkupu tak nie je časovo obmedzená. Ďalšou zmenou je zrušenie dohľadu České národní

banky nad vytesnením minoritných akcionárov vo vzťahu k účastníckym cenným papierom, ktoré nie sú obchodované na regulovanom trhu. Pre účastnícke cenné papiere obchodované na regulovanom trhu ostáva dohľad nezmenený, avšak nie je vyžadovaný znalecký posudok preukazujúci primeranosť výšky protiplnenia. Postačuje iba zdôvodnenie výšky protiplnenia, ktoré podlieha predchádzajúcemu súhlasu České národní banky. Znalecký posudok sa vyžaduje iba pre stanovenie primeraného protiplnenia pre akcie neobchodovaných spoločností. Zmenou je i zavedenie práva minoritných akcionárov na obvyklý úrok z omeškania podľa zákona č. 513/1991 Sb., obchodního zákoníka ve znění pozdějších předpisů ve v prípade prechodu vlastníckeho práva k cenným papierom, a to odo dňa prechodu vlastníckeho práva na hlavného akcionára až do úhrady primeraného protiplnenia minoritným akcionárom.

5. ZÁVER

Problematika squeeze out je aktuálnym problémom, ktorého riešenie v rámci slovenskej, českej i európskej legislatívy nie je definitívne ukončené. Inštitút squeeze out je už v súčasnosti v Európe bežným právnym nástrojom pre realizáciu zmien vo vlastníckej štruktúre akciových spoločností. Jeho zakotvenie v jednotlivých národných právnych úpravách, aj napriek ich nejednotnosti smeruje k ochrane záujmov tak majoritných ako aj minoritných akcionárov. Rovnako názory laickej i odbornej verejnosti na legitimitu a efektívnosť tohto procesu nie sú doposiaľ zjednotené a stále sa môžeme stretnúť s kritikmi i priaznivcami inštitútu squeeze out. Kritické názory poukazujú na rozpor s ústavnoprávnou konformitou, so všeobecnými princípmi ochrany vlastníctva a práv menších, na rozpor s európskymi hodnotami a cieľmi, pričom mnohé z nich nezohľadňujú globálne ciele Európy, nenazerajú na inštitút squeeze out pohľadom majoritných akcionárov v kontexte zabezpečenia efektívnosti ekonomického systému. Squeeze out možno v tomto smere vnímať ako pozitívnu zmenu, ktorá má potenciál prekonať prekážky a neefektívnosť spojenú s rozdrobeným vlastníctvom akcií. Môže predstavovať jeden z nástrojov zefektívnenia fungovania kapitálových trhov a slobodného pohybu kapitálu, posilnenia corporate governance v spoločnostiach ako aj flexibility korporácií v ich schopnostiach reagovať na globálne zmeny v svetovej ekonomike. Rovnako môže byť squeeze out i determinantom zvyšujúcim atraktivnosť podnikateľského prostredia a v rámci slovenských (podobne aj českých) podmienok nástrojom eliminujúcim rozdrobenosť vlastníctva v dôsledku kupónovej privatizácie zo začiatku 90. tých rokov 20. storočia. Práve roztrieštená akcionárska štruktúra je považovaná za jednu z prekážok náležitej corporate governance.

Vlna squeeze out začala v Českej republike v roku 2005 po schválení novely zákona č. 513/1991 Sb. obchodního zákoníka upravujúcej právo výkupu (squeeze out). Podľa údajov z databázy IN-SERVER-Infomační deník o společnostech v období rokov 2005 až august 2009 ohlásilo squeeze out spolu 366 akciových spoločností, z toho v roku 2005 - 149 spoločností, v roku 2006 - 62 spoločností, v roku 2007 - 53 spoločností, v roku 2008 - 54

spoločností a do augusta 2009 – 48 spoločností. Odhadovaná čiastka, ktorú majoritní akcionári zaplatia za oznámené procesy, je 14,6 mld. Kč.

I keď právna úprava v Slovenskej republike umožňuje squeeze out už od roku 2007, možno konštatovať, že squeeze je stále v úplných začiatkoch. Podľa dostupných informácií udelila doposiaľ Národná banka Slovenska potrebný súhlas len v dvoch prípadoch (DOPRAVOPROJEKT, a. s., Železiarne Podbrezová a. s.). Hlavný rozdiel medzi Slovenskou republikou a Českou republikou spočíva pravdepodobne v tom, že v slovenských podmienkach nevznikla vlna odporu minoritných akcionárov z dôvodu prijatia prísnejších pravidiel pre squeeze out a ochranu minoritných akcionárov. V tejto súvislosti stojí za zmienku, že procesy squeeze out v mnohých českých spoločnostiach nie sú ešte doposiaľ (niekoľko rokov) definitívne ukončené vzhľadom na nespokojnosť minoritných akcionárov, ktorá navyše vyústila do množstva súdnych sporov

Literature:

- Bartošíková, M.: Využití, či zneužití práva menšinového akcionáře? In: Právní rádce, 2004, č. 4, s. 1. ISSN 1210-4817
- Brabenec, T.: Squeeze-out v podmínkách České republiky. In: Oceňování. Praha: Vysoká škola ekonomická v Praze, Nakladatelství Oeconomica č. 2/2009. ISSN 1803-0785
- Damodaran, A.: Corporate Finance – Theory and Practise. New York: John Wiley & Sons, Inc., 1997. ISBN 0-471-07680-5
- European Commision (1999): Implementing the framework for financial markets: Action Plan. COM(1999) 232 final. <http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/actionplan/index/action_en.pdf>
- European Commision (2005a): Advisory Group on Corporate Governance and Company Law: Minutes of the Meeting of 2 June 2005. Brussels: MARKT/F2/MFS/LZ D(2005) ADG CG& CL 05/12_minutes_final.
- European Commision (2005b): Advisory Group on Corporate Governance and Company Law: Minutes of the Meeting of 3 October 2005. Brussels: MARKT/F2/MFS/LZ D(2005) ADG CG& CL 05/24_minutes_final

- European Commission (2005c): Advisory Group on Corporate Governance and Company Law: Minutes of the Meeting of 29 November 2005. Brussels: MARKT/F2/MFS/LZ D(2005) ADG CG& CL 05/36_minutes
- European Commission (2006): Advisory Group on Corporate Governance and Company Law: Minutes of the Meeting of 27 January 2006. Brussels: MARKT/F2/LZ/MFS D(2005) ADG CG& CL 06/04_minutes
- Gofusová, K. - Chapčáková, A.: Výskum zahraničného trhu ako predpoklad úspešného vstupu na tento trh. In *Národohospodársky obzor*. - Brno: Ekonomicko-správní fakulta MU, č. 2, s. 13-18, 2003. ISSN 1213-2446
- Hečková, J. - Chapčáková, A.: Explikácia významu inštitútu Squeeze Out v podmienkach Slovenskej republiky In: *Ekonomický časopis*, roč. 57, č. 5, 2009, s. 424-444. ISSN 0013-3035
- Chapčáková, A. - Varcholová, T.: Prístupy k riadeniu finančných rizík v činnosti finančných inštitúcií. In *Acta academica karviniensia*. - Karviná: Slezská univerzita v Opavě, Obchodně podnikatelská fakulta, č. 1, s. 123-130, 2003. ISSN 1212-415X
- Chapčáková, A.: Methods of determination of a value of an enterprise in new economy. In: *Management 2008. (Part I): in times of global change and uncertainty / (Eds.) Róbert Štefko, Miroslav Frankovský*. Prešov: University of Prešov in Prešov, pp. 265-274, 2008. ISBN 978-80-8068-849-3
- Chapčáková, A.: Hodnotové kritériá na meranie výkonnosti podnikov 1. vyd. - Prešov: Prešovská univerzita v Prešove, Fakulta manažmentu, 2009. ISBN 978-80-555-0040-9
- Kačúr, M.: Vykupovanie akcií od menšinových akcionárov (uplatnenie práva výkupu „squeeze-out“). Dostupné na internete: <<http://www.daneauctovnictvo.sk/2009/7-8-2009/Vykupovanie-akcii-od-mensinovy-ch-akcionarov-uplatnenie-prava-vykupu-squeeze-out/>>
- Koblíha, I. et al: *Obchodní zákoník úplný text zákona s komentářem*. Praha: Linde, 2006. ISBN 80-7201-564-8

- Komise pro cenné papíry: Stanovisko k některým otázkám spojeným s vytěsněním č. STAN/13/2005, Praha, 2005
- Kuklis, R.: Squeeze-out alebo nútený výkup menšinových akcionárov od 1. januára 2007. In: Finančník o slovenskej a svetovej ekonomike. Dostupné na internete: <www.financnik.sk/finance.php?did=349&article>
- Mařík, M.: Několik poznámek k diskusím o squeeze outu. In: Odhadce a oceňování majetku, roč. 13, 2007, č. 2, s. 15-22. ISSN 1213-8223
- Morava, T.: Vytěsnění minoritních akcionářů. Doktorská disertační práce. Praha: Vysoká škola ekonomická v Praze – Fakulta podnikovohospodářská, 2006
- Pokorná, J.: Squeeze-out: ochrana menšinových akcionářů nebo efektivita činnosti akciové společnosti? In: Právní fórum, 2004, č. 6, s. 237-239. ISSN 1214 -7966
- Úradný vestník Európskej únie L142/12: Smernica Európskeho parlamentu a Rady Európskej únie 2004/25/ES z 21. apríla 2004 o ponukách na prevzatie, 17/zv. 2
- Vyhláška Ministerstva spravodlivosti Slovenskej republiky č. 626/2007 Z.z., ktorou sa mení a dopĺňa vyhláška Ministerstva spravodlivosti Slovenskej republiky č. 492/2004 Z. z. o stanovení všeobecnej hodnoty majetku
- Weston, J. F. – Chung, K. S. – Hong, S. E.: Mergers, Restructing and Corporate Control. New Jersey: Prentice-Hall, 1990. ISBN 0-13-577172-2
- Wollny, Ch.: Der objektivierte Unternehmenswert. Berlin: Neue Wirtschafts-Briefe, 2008. ISBN 978-3-482-54981-6
- Zákon č. 513/1991 Zb. Obchodný zákonník v znení neskorších predpisov
- Zákon č. 513/1991 Sb. Obchodní zákoník ve znění pozdějších předpisů
- Zákon č. 483/2001 Z. z. o bankách a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov

- Zákon č. 566/2001 Z. z. o cenných papírech a investičních službách a o změně a doplnění některých zákonů (zákon o cenných papírech) v znění neskorších předpisů
- Zákon č. 747/2004 Z. z. o dohledu nad finančním trhem a o změně a doplnění některých zákonů v znění neskorších předpisů
- 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, ve znění pozdějších předpisů, a zákon č. 358/1992 Sb., o notářích a jejich činnosti (notářský řád), ve znění pozdějších předpisů
- Zákon č. 377/2005 Sb., o doplňkovém dozoru nad bankami, spořitelními a úvěrními družstvy, institucemi elektronických peněz, pojišťovnami a obchodníky s cennými papíry ve finančních konglomerátech a o změně některých dalších zákonů (zákon o finančních konglomerátech)
- Zákon č. 104/2008 Sb. o nabídkách na převzetí a o změně některých dalších zákonů (zákon o nabídkách převzetí)
- <http://www.in-server.cz/clanky/statistika-squeeze-out/22>

Contact – email

jheckova@yahoo.com