

# BUDE SQUEEZE-OUT NA KAPITÁLOVOM TRHU EFEKTÍVNEJŠÍ? (POOHLIADNUTIE SA ZA OSTATNOU REGULÁCIU PRÁVA VÝKUPU)<sup>1</sup>

## SHALL THE SQUEEZE-OUT BE MORE EFFECTIVE? (LOOK BACK AT RECENT REGULATION ON SQUEEZE-OUT)

*Eubomír Čunderlík*

*Univerzity Komenského v Bratislave, Právnická fakulta*

<https://doi.org/10.33542/SIC2019-2-04>

### ABSTRAKT

*Právo výkupu (squeeze-out) je právnym inštitútom sledujúcim ekonomické záujmy akcionárov. Svojou právnou povahou je jeho regulácia predmetom viacerých právnych odvetví: práva kapitálového trhu s ohľadom na predmet práva výkupu, ktorým sú investičné tituly obchodované na transparentných kapitálových trhoch pod verejným dohľadom, práva obchodných spoločností (akciového práva s dôrazom na ochranu menšinových akcionárov) a koncernového práva. V článku sa autor zameriava na vybrané problémy práva výkupu. Opiera sa o viaceré akademické názory, pričom neopomína reflektovať realitu kapitálového trhu. Článok sa zaoberá zdôvodnením existencie tohto inštitútu a identifikáciou jeho nedostatkov v národnej právnej úprave (v zákone o cenných papieroch a investičných službách).*

### ABSTRACT

*The squeeze-out is a legal institution pursuing the economic interests of shareholders. By its legal nature, its regulation is subject to several fields of law: capital market law (with respect to the subject of the buy-out right, which are investment titles traded on transparent capital markets under public supervision), company law (law on shares emphasizing the protection of minority shareholders) and law of corporate groups. In the article, the author focuses on selected issues of squeeze-out. He relies on academic opinions and tries to reflect the reality of the capital market as well. The article deals with the justification of the existence of this institute and the identification of its shortcomings in the national legislation (in the Securities and Investment Services Act).*

### I. ÚVOD

O práve výkupu (tzv. pravý *squeeze-out*, *buy-out*) toho bolo ako o kontroverznom nástroji vytlačenia menšinových akcionárov popísané svojho času (najmä v čase po nie vždy

---

<sup>1</sup> Článok bol spracovaný ako výstup v rámci riešenia projektu VEGA 1/0440/17 s názvom „Inovatívne formy tvorby peňažných fondov a ich prevodov“.

optimálnej transpozícii príslušných európskych aktov) už mnoho.<sup>2</sup> V článku sa síce dotkneme niektorých už skôr opakovane analyzovaných oblastí, avšak jeho cieľom je predovšetkým poukázať na vybrané substantívne zmeny a ich podstatu, ktoré nastali v právnej úprave tohto inštitútu práva kapitálového trhu.<sup>3</sup> Dňa 1. januára 2019 nadobudli účinnosť ustanovenia, ktoré nanovo upravili reguláciu práva výkupu obsiahnutú v § 118i 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 (ďalej len „ZoCP“). Ide o ustanovenia zákona č. 373/2018 Z. z., ktorým sa mení a dopĺňa zákon č. 371/2014 Z. z. o riešení krízových situácií na finančnom trhu a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov a ktorým sa menia a dopĺňajú niektoré zákony, medzi inými aj ZoCP (novelizačným čl. VI).<sup>4</sup>

Podľa osobitnej časti dôvodovej správy k návrhu uvedeného zákona má ísť „o úpravu, ktorej cieľom je zjednodušiť proces výkupu (*squeeze out*) zmenou procesu (v súčasnosti režim prevodu t. j. zmluvnou formou za účasti oboch strán), kde sa navrhuje prejsť na systém prechodu (na základe rozhodnutia valného zhromaždenia), nakoľko súčasné znenie zákona o cenných papieroch neumožňuje efektívne zrealizovanie práva výkupu v prospech akcionára, ktorý má majoritný podiel presahujúci 95% v akciovej spoločnosti. Táto situácia komplikuje fungovanie akciových spoločností s majoritným akcionárom, ktorého podiel na základnom imaní a hlasovacích právach presahuje uvedenú hranicu 95% a zvyšuje náklady fungovania takýchto spoločností.“ Uvedená legislatívna zmena spôsobu vytesnenia minoritných akcionárov je východiskom skúmanej problematiky, a je o to zaujímavejšia, že v niektorých štátoch (napríklad Česká republika) bol tento spôsob vytesnenia upravený prakticky od okamihu transpozície príslušnej smernice, a to smernice Európskeho parlamentu a Rady 2004/25/ES z 21. apríla 2004 o ponukách na prevzatie (ďalej len „smernica o ponukách prevzatia“). V nadväznosti na to možno nájsť viacero diskusných článkov aj s protichodnými názormi, zdôrazňujúcimi znaky vyvlastnenia.<sup>5</sup> Autor sa v článku zamýšľa v nadväznosti na recentnú reguláciu nad efektivitou prijatých zmien a ich legitimitou v optike fungovania mechanizmu kapitálového trhu. Ťažiskovými metódami spracovania sú metóda syntézy, názorovej konfrontácie a analýzy.

## II. VÝCHODISKÁ REGULÁCIE PRÁVA VÝKUPU

### 1. Motívy zavedenia vytesnenia menšinových akcionárov

Viacere motívy pre existenciu vytesnenia sa v zásade v odbornej literatúre zhodujú a nepredstavujú sporný prvok, na rozdiel od základnej otázky, či *squeeze-out* zaviesť alebo

<sup>2</sup> Za všetky v ČR pozri napríklad HAVEL, B.: Vyvlastnění, vytlačení akcionářů a ústavnost. In: Právní rozhledy, 2006, č. 6, s. 215-220. ČECH, P.: K (četným) problémům právní úpravy výkupu účastnických cenných papírů (*squeeze-out*). In: Právní rozhledy, 2005, č. 18, s. 651-663. Na Slovensku ide iba o niekoľko analytických článkov, najmä GLÉZL, A. - JABLONKA, B. - PATAKYOVA, M.: Úprava práva výkupu (*squeeze-out*) v slovenskom práve (dodržanie princípu efektívnosti komunitárneho práva a ústavné aspekty práva výkupu). In: Vzájemné ovlivňování komunitární úpravy českého a slovenského obchodního práva na pozadí procesu jejich reformem : Sborník ze setkání kateder obchodního práva právnických fakult České republiky a Slovenské republiky. Praha : Univerzita Karlova v Praze, Právnická fakulta, 2007, s. 223-233.

<sup>3</sup> Teória práva finančného trhu, prípadne rozvinutého práva kapitálového trhu zaraďuje *squeeze-out* do regulácie trhového správania na kapitálovom trhu alebo do regulácie výstupu (*exitu*) z trhu, pričom úzko súvisí s právom prevzatia (*Übernahmerecht*), respektíve s inštitútom ponuky na prevzatie (*take over bid*). K prvému zaradeniu pozri napríklad LANGENBUCHER, K.: Aktien- und Kapitalmarktrecht. 2. Auflage. München : Verlag C. H. Beck, 2011, s. 423 a nasl. ISBN 978-3-406-62494-0, k druhému zaradeniu pozri ČUNDERLÍK, E. a kol.: Právo finančného trhu. Bratislava : Wolters Kluwer, s.r.o., 2017, s. 90, 93-95. ISBN 978-80-8168-753-2, BUCK-HEEB, P.: Kapitalmarktrecht. 2. Auflage. Heidelberg : C. F. Müller Verlag, 2007, s. 191 a nasl. ISBN 978-3-8114-8055-1.

<sup>4</sup> Dostupné elektronicky na <https://www.nrsr.sk/web/Default.aspx?sid=zakony/zakon&MasterID=6986> [navštívené 28.4.2019].

<sup>5</sup> Pozri napríklad spomenuté články od Havla a Čecha v poznámke pod čiarou č. 2.

nie, a to bez ohľadu na množstvo alebo povahu jeho motívov. Dôvodom spornosti je principiálne sledovanie takmer výlučne ekonomickej efektívnosti akciových spoločností s cieľom zvýšenia ich konkurenčnej schopnosti, čo je celospoločensky účelné. Medzi najčastejšie spomínané motívy sa zaraďujú

- a) znižovanie správnych nákladov, ktoré nie sú úmerné prínosu menšinových akcionárov (náklady na publicitu, konanie valných zhromaždení) a zjednodušenie systému riadenia (prekonaním zneužitia postavenia menšinových akcionárov), ktorých cieľom je znížiť administratívnu záťaž (súhrnne ako *agency costs*), racionalizácia flexibility rozhodovania (zvýšenie kvality riadenia), rozvoj emitenta podľa predstáv väčšiny, zmena dividendovej politiky a iné operatívno-ekonomické ciele,
- b) premena verejnej akciovej spoločnosti na súkromnú (*going private*) rozhodnutím väčšinového akcionára o odchode z regulovaného trhu,
- c) eliminácia konfliktu medzi materskou a dcérskou spoločnosťou,
- d) umožnenie speňaženia nelikvidnej investície akcionárskej menšiny,
- e) podpora aktivity v oblasti fúzií a akvizícií a trhu korporátnej kontroly,
- f) odstránenie dedičstva nepodarenej kupónovej privatizácie<sup>6</sup> (v ČR boli zrealizované v nadväznosti na to stovky *squeeze-outov*).

Osobitná časť dôvodovej správy k § 118i ZoCP k zákonu č. 644/2006 Z. z. (ktorým bol tento inštitút zavedený do právneho poriadku SR) navyše uvádza, že možnosť minoritného investora ovplyvniť výnos z investície je iba teoretická, pričom záujem na efektívnejšom fungovaní spoločnosti možno všeobecne považovať za dôležitejší ako záujem minoritných akcionárov zotrvať v spoločnosti bez možnosti reálne ovplyvniť chod spoločnosti a s malou nádejou na efektívne zhodnotenie účasti v budúcnosti. V zmysle tejto argumentácie by právo výkupu malo byť spravodlivým spôsobom vyvažovania práv akcionárov, spomedzi ktorých má mať väčšiu váhu vlastnícke právo väčšinového akcionára, ktorý nesie prevažné riziká podnikania spoločnosti.

Možnosť optimálne usmerniť riadenie spoločnosti vychádza aj z reálnej (nielen teoreticky deklarovanej) znalosti akcionárov o hospodárskom sektore pôsobenia spoločnosti. Uzsák v súvislosti s tým uvádza, že manažéri vedia, ako vyzerá trh s produktom spoločnosti, či má potenciál rásť alebo aká bude návratnosť realizovaných investícií, akcionári tieto informácie k dispozícii nemajú s výnimkou ovládajúceho akcionára, ktorý deleguje manažment. Jeho dôverná znalosť potom umožňuje načasovať rozhodnutie o realizácii *squeeze-outu*. Súhrn spomenutých motívov má byť natoľko presvedčivý, že právo výkupu sa ukazuje ako racionálny nástroj a musí byť uvítané prinajmenšom tými, ktorým má primárne slúžiť, t. j. spoločnostiam s rastovou stratégiou.<sup>7</sup>

## 2. Právne východiská a ich súvislosti

Regulácia práva výkupu (ako tento inštitút pozná náš právny poriadok) bola do nášho právneho prostredia prevzatá s účinnosťou od 1. januára 2007 z európskej právnej úpravy, obsiahnutej v spomenutej smernici o ponukách prevzatia, zákonom č. 644/2006 Z. z., ktorým sa novelizoval ZoCP tým, že sa do jeho textu doplnil nový § 118i. Smernica predstavuje len

<sup>6</sup> Spracované podľa HEČKOVÁ, J. – CHAPČÁKOVÁ, A.: Explikácia významu inštitútu *Squeeze Out* v podmienkach Slovenskej republiky. In: Ekonomický časopis, roč. 57, 2009, č. 5, s. 425, 427 a 428, UZSÁK, M.: Co se o squeeze-out(u) nepíše. In: Bulletin advokacie, 2007, č. 3, s. 16-17, ČUNDERLÍK, Právo finančného trhu, s. 93-94, KOTÁSEK, J.: Vytěsnění anonymního akcionáře. In: Časopis pro právní vědu a praxi, roč. XIV, 2006, č. 3, s. 258.

<sup>7</sup> UZSÁK, Co se o squeeze-out(u) nepíše, s. 17 a 20. Podobne UŽÁKOVÁ, V.: Constitutional and Legal Aspects of Squeeze-out of Minority Shareholders. In: Mířníky práva v stredoerópskom priestore 2012 : Zborník príspevkov z medzinárodnej konferencie. Bratislava : PraF UK, 2012, s. 966.

minimálny štandard harmonizácie v tejto oblasti, čo je typické pre celú reguláciu kapitálového trhu v období po roku 2000 a vyplýva zo skutočnosti, že *squeeze-out* bol veľmi rozšírený inštitút známy v mnohých členských štátoch EÚ.<sup>8</sup> Smernica o ponukách prevzatia upravuje tento inštitút výlučne v jedinom článku (čl. 15 s do určitej miery zavádzajúcim nadpisom v slovenskej jazykovej verzii „Právo na odpredaj“, čo môže navádzať k jeho náprotivku označovanému ako *sell-out*) a podrobnejšiu právnu úpravu prenecháva na transponujúce členské štáty. *Squeeze-out* vecne súvisí s predchádzajúcou realizáciou ponuky na prevzatie a z tohto dôvodu sa principiálne smernica o ponukách prevzatia má vzťahovať na tie cieľové spoločnosti (emitentov), ktorých prevoditeľné cenné papiere, s ktorými sú spojené hlasovacie práva, sú prijaté na obchodovanie na regulovanom trhu v jednom alebo viacerých členských štátoch (tzv. *multi-listing*).<sup>9</sup> Článok 15 pritom ustanovil len rámcové základné podmienky uplatnenia práva výkupu: a) vlastníctvo aspoň 90% takých cenných papierov, s ktorými je spojených 90% hlasovacích práv (pričom členské štáty mohli využiť národnú voľbu zvýšenia tohto prahu do 95% vrátane), b) lehotu troch mesiacov (od uplynutia lehoty na prijatie ponuky na prevzatie) na uplatnenie práva výkupu, c) garanciu tzv. primeranej ceny pre zostatkových (menšinových) vlastníkov uvedených cenných papierov.

Podľa osobitnej časti dôvodovej správy k § 118i k zákonu č. 644/2006 Z. z. je účelom práva výkupu „reagovať na prípady, kedy v akciovej spoločnosti dôjde k takej zmene pomerov, pri ktorej sa pôvodne rozptýlená akcionárska štruktúra zmení v koncentrovanú. Sústredením podstatnej časti podielov v rukách majoritného akcionára dochádza k strate funkčnosti vnútorných mechanizmov akciovej spoločnosti. (...) Situácia, ktorá môže nastať, sa nezlučuje so zmyslom existencie akciovej spoločnosti ani s oprávnenými očakávaniami všetkých investorov. Z týchto dôvodov umožňuje väčšina právnych poriadkov väčšiny členských štátov EÚ reštrukturalizáciu spoločnosti z verejnej na súkromnú formou inštitútu práva výkupu ako opatrenie, z ktorého majú prospech majoritní aj minoritní akcionári.“<sup>10</sup>

ZoCP v rozsahu pôsobnosti kopíruje smernicu o ponukách prevzatia a právo výkupu viaže na cenné papiere regulovaných emitentov – tie obchodné spoločnosti, ktorých akcie sú prijaté na obchodovanie na regulovanom trhu v Slovenskej republike alebo v inom členskom štáte, a teda ide o verejné akciové spoločnosti (pozri § 114 ods. 1 časť vety za bodkočiarkou). Majoritný akcionár môže podľa § 118i ods. 1 ZoCP právo výkupu uplatniť v prípade, ak je majiteľom akcií, ktorých súhrnná menovitá hodnota predstavuje najmenej 95% základného imania, s ktorým sú spojené hlasovacie práva a s ktorými je súčasne spojený najmenej 95% podiel na hlasovacích právach v emitentovi.<sup>11</sup> Predpokladom zrealizovania práva výkupu je predchádzajúca povinná alebo dobrovoľná ponuka na prevzatie, ktorá nebola čiastočná ani podmienená. Tieto podmienky zostali nezmenené v ostatnej právnej úprave práva výkupu účinnej od 1. januára 2019.

Keďže je ponuka na prevzatie *conditio sine qua non* pre uplatnenie práva výkupu, považujeme za samozrejmé, že derivatívne sa základné princípy právnej úpravy ponuky na prevzatie (obsiahnuté v identickej smernici o ponukách prevzatia) aplikujú primerane aj na *squeeze-out*, konkrétne ide o zásadu rovnakého zaobchádzania s majiteľmi cenných papierov, zásadu primeraného času a informovanosti na prijatie rozhodnutia týkajúceho sa ponuky,

<sup>8</sup> DOLEŽIL, T. – HAVEL, B.: Squeeze-out trochu jinak. In: Jurisprudence, roč. XIV, 2005, č. 8, s. 12.

<sup>9</sup> Pozri čl. 1 ods. 1 v spojení s čl. 15 ods. 1 smernice o ponukách prevzatia.

<sup>10</sup> Dostupné v informačnom systéme ASPI.

<sup>11</sup> Do podielu väčšinového akcionára na hlasovacích právach sa zarátavajú aj hlasovacie práva spojené s akciami držanými treťou osobou, ak medzi väčšinovým akcionárom a touto treťou osobou existuje písomná zmluva ohľadne trvalého spoločného postupu riadenia cieľovej spoločnosti prostredníctvom spoločného výkonu hlasovacích práv, alebo ak tretia osoba vykonáva hlasovacie práva na pokyn a v prospech väčšinového akcionára podľa zmluvy o výkone hlasovacích práv. HEČKOVÁ – CHAPČÁKOVÁ, Explikácia významu inštitútu *Squeeze Out* v podmienkach Slovenskej republiky, s. 427.

zásadu konania štatutárneho orgánu v záujme celej spoločnosti, zásadu zákazu umelého ovplyvňovania trhovej ceny, zásadu uspokojenia nárokov a zásadu neprekážania činnosti cieľovej spoločnosti.<sup>12</sup> Z uvedeného akcentujeme najmä zásadu nediskriminácie a zásadu zabezpečenia nárokov.

Pôvod vecného súvisu ponuky na prevzatie s právom výkupu nachádzame v ekonomickom procese tvorby koncernu. Vznik koncernu vedie k zmene účelu spoločnosti s potrebou ochrany investície menšinového spoločníka. Menšinový spoločník by mal mať možnosť kvalifikovane sa rozhodnúť o zotrvaní v spoločnosti s možnosťou odkúpenia jeho podielu v prípade neprijatia zvýšeného rizika po začlenení akciovej spoločnosti do koncernu.<sup>13</sup> Ponuka na prevzatie preto sleduje tiež ochranu menšinových akcionárov.

Na základe uvedeného tak môžeme tvrdiť, že založenie koncernu historicky podnietilo tlak na zvýšenú ochranu minoritných akcionárov, a to aj prostredníctvom práva výkupu, paradoxne napriek tomu, že tento inštitút je právne skôr vnímaný ako ich obmedzovanie v budúcej dispozícii s ich akciami.

### III. (NE)KONTROVERZNÝ SQUEEZE-OUT

#### 1. Dôvody, prečo sa právo výkupu považuje za kontroverzné

Uplatnenie práva výkupu je kontroverzne vnímané predovšetkým v odborných kruhoch právnickej obce. Dôvody, ktoré vzbudzujú pochybnosti, vyplývajú jednak zo zavedenia samotného inštitútu (jeho podstaty) a jednak z jeho konkrétnej právnej úpravy,<sup>14</sup> ktorá má byť garanciou ochrany práv minoritných akcionárov.

Právo výkupu *per se* **indikuje expropriáciu (vyvlastnenie)**, a preto zvykne byť právne posudzované z tohto pohľadu v rovine ústavnoprávnej. V tejto súvislosti bolo posudzované vo viacerých členských štátoch EÚ už v časoch pred prijatím smernice o ponukách prevzatia. Aj keď bol tento inštitút v niektorých štátoch pri jeho zavedení rozporovaný z hľadiska súladu s ústavnými princípmi, vždy súdy dospeli k záveru, že tento inštitút nie je v rozpore s ústavami daných štátov (napríklad rozhodnutie nemeckého Spolkového ústavného súdu sp. zn. 1 BvL 16/60 vo veci Feldmühle zo 7. augusta 1962).<sup>15</sup> V Českej republike bol jeho súlad s ústavou posudzovaný po transpozícii smernice (pozri nálezh Ústavného súdu ČR Pl. ÚS 56/05 z 27. marca 2008; ústavný súd zaujal stanovisko, že nejde o vyvlastnenie, ale o určitý spôsob usporiadania majetkových vzťahov aprobovaný štátom<sup>16</sup>).

Vyvlastnenie ako inštitút verejného práva je možné uplatniť podľa čl. 20 ods. 4 Ústavy SR iba: 1. v nevyhnutnej miere (prostriedok *ultima ratio*), 2. vo verejnom záujme, 3. na základe zákona, 4. za primeranú náhradu. V rámci názorov o spornosti práva výkupu ako formy vyvlastnenia bola azda **najviac diskutovanou otázkou verejného záujmu**. Časť

<sup>12</sup> ČAVOJSKÝ, P.: Základné princípy právnej úpravy ponuky na prevzatie podielu na majetkových cenných papieroch podľa 13. smernice. In: Právny obzor, roč. 87, 2004, č. 3, s. 250-260.

<sup>13</sup> DOLEŽIL – HAVEL, Squeeze-out trochu jinak, s. 10.

<sup>14</sup> KADUCH, B.: Vývoj úpravy squeeze-out v Polsku a poznámky k transpozícii smernice o nabídkách prevzetí. In: Dny verejného práva : Sborník příspěvků z mezinárodní konference. Brno: Masarykova univerzita, 2007, s. 1051.

<sup>15</sup> Osobitná časť dôvodovej správy k § 118i ZoCP k zákonu č. 644/2006 Z. z. Dostupé v informačnom systéme ASPI.

<sup>16</sup> S nálezhom polemizuje Užáková, keď uvádza, že o zbavení práva napríklad pri vyporiadaní spoluvlastníctva nerozhoduje jeden zo spoluvlastníkov vlastným rozhodnutím proti vôli druhého subjektu práva, ale súd. Pozri UŽÁKOVÁ, V.: Zánik účasti akcionára v akciovej spoločnosti so zameraním na squeeze out : Dizertačná práca. 2017, s. 103. Tento názor podľa nás nezohľadňuje právny stav režimu prechodu, ktorým štát prenáša pôsobnosť orgánu verejnej moci na orgán spoločnosti (a teda nerozhoduje spoluvlastník sám); v prípade zakotvenia rozhodovania pre orgán dohľadu by k prenosu pôsobnosti dokonca ani nedochádzalo, ale by bola daná z povahy veci. Orgán dohľadu by v administratívnom procese rozhodol na základe naplnenia zákonných dôvodov bez ďalšieho, keďže by nerozhodoval spor v kontradiktórnom konaní. Zavedeniu právomoci rozhodnúť administratívne o práve výkupu sa však orgány dohľadu môžu brániť z dôvodu vylúčenia súdneho prieskumu v správnom súdnictve s rizikom náhrady škody. Podrobnejšie sa tomu venujeme ďalej v texte článku.

publikovaných názorov prezentuje presvedčenie, že verejný záujem nie je možné vidieť len v samotnej skutočnosti, že zákon právne upravil inštitút vytesnenia (alebo že absentuje vydanie individuálneho správneho aktu, čím je popretá existencia verejného záujmu ako takého),<sup>17</sup> a teda fakticky konštatuje absenciu tejto podmienky a odmieta povahu vyvlastnenia. Na druhej strane niektoré z týchto názorov (Patakyová a kol.) však uvádzajú, či nie je vhodné, aby zákonná úprava ustanovila konkrétne dôvody verejného záujmu, po posúdení ktorých by sa rozhodlo (bez ohľadu na rozhodujúci subjekt) o realizácii práva výkupu, alebo či by postačovalo všeobecne v zákone upraviť (konštatovať), v čom spočíva verejný záujem (čím by podmienka verejného záujmu bola zrejme naplnená, a podľa nášho názoru by tak následne mohla smerovať k prevalencii názorov o určitom spôsobe vyvlastnenia). V tejto súvislosti poukazujeme na to, že formulácia dôvodov verejného záujmu bude podľa nášho názoru klásť zvýšené nároky na zdôvodnenie príslušného rozhodnutia o *squeeze-oute*, napríklad rozhodnutia orgánu dohľadu, rozhodnutia valného zhromaždenia, atď. podľa toho, ktorý orgán bude ustanovený na rozhodnutie. Povahou takéhoto rozhodnutia samotného sa venujeme v nasledujúcom texte.

Diskusiu o vyvlastnení uzaviera Havel „šalamúnsky“, keď uvádza, že *squeeze-out* je buď akési vyvlastnenie druhej triedy v dôsledku rozšírenia chápania vyvlastnenia vývojom, alebo možno uznať, že vyvlastnenie je inštitút nemenný, nepodliehajúci potrebám doby.<sup>18</sup> Patakyová a kol. uvádzajú, že „vytlačenie (vytesnenie) možno vymedziť v ústavnoprávnom rámci za akési zdanie vyvlastnenia, pretože dôsledkom neho dochádza k rovnakému efektu z hľadiska vplyvu na vlastnícke právo menšinového vlastníka akcií.“<sup>19</sup> Nech už to pomenujeme akokoľvek, máme za to, že právo výkupu posúva hranice limitácie vlastníckeho práva originálnym smerom.

Odhliadnuc od posudzovania znakov vlastných vyvlastneniu zostáva pri ústavnej súladnosti aktuálnou **otázka spravodlivosti požadovať exit** z investície od menšinových akcionárov (resp. primeranosť zásahu do ich vlastníckeho práva<sup>20</sup>), ktorí sa rozhodli dlhodobo (alebo z dôvodu napríklad určitej rodinnej vernosti, tradície, vedomosti o vysokej hodnote svojich akcií a pod.) držať akcie. V tejto otázke odkazujeme na vyššie uvedené motívy zavádzania vytesnenia, ktoré majú vo svojom súhrne vytvoriť rovnováhu medzi rôznymi záujmami akcionárov. **Ide o teóriu záujmov**, ktoré sa medzi sebou vyvažujú podľa implicitného verejného záujmu sledujúceho zavedenie práva výkupu. Napriek existencii verejného záujmu, obsiahnutého v ekonomickej racionalizácii fungovania akciovej spoločnosti, **máme za to, že nejde o verejný záujem v rámci vyvlastnenia, ktorého naplnenie sa má skúmať individuálne ad hoc, a preto nejde o expropriáciu.** Ak sa aj prikloníme k spomenutému názoru o potrebe doplnenia ďalších explicitných dôvodov alebo dôvodu, ktoré by predstavovali naplnenie verejného záujmu pri realizácii *squeeze-outu*, išlo by podľa nás len o ďalšie zákonné predpoklady na jeho realizáciu, ktorých splnenie by bolo potrebné identifikovať. Stále by však nešlo o posudzovanie podľa okolností prípadu, a teda by nešlo o vyvlastnenie.

<sup>17</sup> Napríklad GLÉZL – JABLONKA - PATAKYOVÁ, Úprava práva výkupu (*squeeze-out*) v slovenskom práve (dodržanie princípu efektívnosti komunitárneho práva a ústavné aspekty práva výkupu), s. 230, k absencii správneho aktu pozri HAVEL, Vyvlastnění, vytlačení akcionářů a ústavnost, s. 218. Na rozdiel od opačného názoru o implicitnom verejnom záujme, napríklad Dědič, resp. názoru o kvalifikácii *squeeze-outu* ako vyvlastnenia u Užákovej. Máme za to, že **prijatím zákonnej úpravy sa vždy prezumuje určitý verejný záujem** na reglementácii spoločenských vzťahov, aj keď nemusí byť explicitne deklarovaný v dôvodovej správe k návrhu zákona.

<sup>18</sup> HAVEL, Vyvlastnění, vytlačení akcionářů a ústavnost, s. 218.

<sup>19</sup> GLÉZL – JABLONKA - PATAKYOVÁ, Úprava práva výkupu (*squeeze-out*) v slovenskom práve (dodržanie princípu efektívnosti komunitárneho práva a ústavné aspekty práva výkupu), s. 229.

<sup>20</sup> Užáková uvádza, že jednoznačne menším zásahom do práv jednotlivca by bolo obmedzenie určitých práv viazucich sa k vlastníctvu akcií. Pozri UŽÁKOVÁ, Zánik účasti akcionára v akciovej spoločnosti so zameraním na *squeeze out*, s. 106.

**Konštatujeme, že právo výkupu napokon nemožno vnímať ani ako narušenie princípu legitímnych očakávaní.** Akcionári ako osoby podieľajúce sa na podnikaní by si mali byť vedomí rizík spojených s vlastníctvom akcií obchodovaných na burze, pretože platí známa nevyvrátiteľná domnienka o znalosti všetkého, čo bolo vyhlásené v zbierke zákonov (§ 15 zákona č. 400/2015 Z. z. o tvorbe právnych predpisov a o Zbierke zákonov Slovenskej republiky a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov).

Ak by sme *squeeze-out* vylúčili z režimu vyvlastnenia a abstrahovali od jeho potenciálnej neústavnosti, zostáva skúmať **primeranosť konkrétnej právnej úpravy**. Ako pri každej právnej úprave regulujúcej vzájomné práva a povinnosti zmluvných strán, v ktorých má jedna z nich silnejšie a druhá slabšie postavenie (napríklad spotrebiteľ, obeť diskriminácie, chránený zamestnanec), tak aj pri práve výkupu je potrebné pomerovať konkrétne práva proti sebe stojacich akcionárov, z ktorých by sme minoritného akcionára mohli kvalifikovať postavením „slabšej (zmluvnej) strany“ v porovnaní s majoritným akcionárom, pričom v prípade režimu:

- a) prevodu sú zmluvné strany menšinoví akcionári a väčšinový akcionár medzi sebou,
- b) prechodu zmluvnou stranou nie sú akcionári voči sebe navzájom, ale voči obchodnej spoločnosti (ktorá – konaním valného zhromaždenia, na základe stanoviska predstavenstva a dozornej rady – rozhodne o vytesnení podľa právnej úpravy účinnej od 1. januára 2019).

Už sme uviedli, že okrem základných (rámcových) podmienok uplatnenia práva výkupu v smernici o ponukách prevzatia boli **viaceré detailné otázky jeho realizácie ponechané na konkrétnu národnú právnu úpravu**.

Smernica o ponukách prevzatia napríklad neupravuje spôsob zmeny vlastníctva medzi majoritným a minoritnými akcionármi, ani neposkytuje návod, či má ísť o prechod alebo prevod. V Slovenskej republike sa krátko po transpozícii smernice o ponukách prevzatia objavil názor, že „*znenie prijatej právnej úpravy práva výkupu efektívne nezabezpečuje pre dotknuté osoby možnosť vykonať právo výkupu v prípade splnenia podmienok na jeho uplatnenie.*“<sup>21</sup> Tento názor sa opieral o zavedenie režimu uplatnenia práva výkupu prostredníctvom prevodu cenných papierov, t. j. k nadobudnutiu cenného papiera väčšinovým akcionárom mohlo dôjsť až na základe prejavu vôle menšinového akcionára (prijatím návrhu na uzavretie zmluvy o odkúpení akcií) alebo – v prípade jeho negatívneho postoja – právoplatným rozhodnutím všeobecného súdu o nahradení prejavu vôle menšinového akcionára (pozri ustanovenia § 118i ods. 1, 8 a 9 ZoCP v znení účinnom do 31. decembra 2018). S tým spájajú autori uvedeného názoru tieto komplikácie efektívnej realizácie práva výkupu:

- ak menšinový akcionár s návrhom zmluvy nesúhlasí (alebo s väčšinovým akcionárom nekomunikuje<sup>22</sup>), získanie súdneho rozhodnutia o nahradení jeho prejavu vôle môže byť v podmienkach Slovenskej republiky otázkou niekoľkých rokov, pričom do právoplatného rozhodnutia vo veci môže dôjsť k prevodu akcií na tretiu osobu,
- neexistencia jedného miestne príslušného súdu (operačný problém pri väčšom počte pasívne legitimovaných menšinových akcionároch s rôznym miestom trvalého pobytu alebo rôznym sídlom, riziko nerovnakej aplikácie práva a prípadných prierahov v konaní).

<sup>21</sup> GLÉZL – JABLONKA - PATAKYOVÁ, Úprava práva výkupu (*squeeze-out*) v slovenskom práve (dodržanie princípu efektívnosti komunitárneho práva a ústavné aspekty práva výkupu), s. 223. Autori tiež uvádzajú, že úprava práva výkupu v slovenskom právnom poriadku bola oproti úprave českej takmer nepoužiteľná (pozri s. 227 citovaného článku).

<sup>22</sup> Nejasnostiam, ktoré sa objavujú pri výkupu akcií minoritných anonymných (platí pre ČR, keďže v SR u listinných akcií forma na doručiteľa už nie je možná) a nekooperujúcich akcionárov sa venuje bližšie Kotásek, pozri KOTÁSEK, Vytěsnění anonymního akcionáře, s. 257-261.

Na základe toho spomenutí autori konštatovali, že slovenská právna úprava efektívny proces zamýšľaný komunitárnym právom pre uplatnenie práva výkupu pre dotknutého hlavného akcionára (navrhovateľa) neponúka, čím nedošlo k splneniu povinnosti uskutočniť také opatrenia, ktoré zabezpečia dosiahnutie výsledku predpokladaného v smernici o ponukách prevzatia a tým došlo k porušeniu princípu efektívnosti národnej právnej úpravy implementujúcej právo EÚ.<sup>23</sup> Tomu zodpovedá aj skutočnosť, že **do roku 2018 vrátane bolo Národnou bankou Slovenska (NBS) udelených iba šesť súhlasov na uplatnenie práva výkupu.**<sup>24</sup> Otvorenou otázkou zostáva, do akej miery boli riziká súdneho konania a z toho vyplývajúca nefunkčnosť inštitútu práva výkupu zodpovedajúce garancii ochrany minoritných akcionárov.

Tento problém považujeme v súčasnosti už za prekonaný práve s ohľadom na novú právnu úpravu § 118i ZoCP účinnú od 1. januára 2019. Podobne ako v Českej republike prešla slovenská právna úprava na režim prechodu vlastníctva k cenným papierom na základe účinnosti rozhodnutia valného zhromaždenia emitenta. Podľa osobitnej časti dôvodovej správy k novelizačnému čl. VI zákona č. 373/2018 Z. z. „jednou zo základných otázok, ktoré navrhovateľ (rozumej väčšinový akcionár, poznámka autora) zvažuje pri rozhodovaní sa, či uplatní právo výkupu, je predpokladaná dĺžka trvania celého procesu, a preto je potrebné, aby sa dĺžka trvania squeeze outu dala dopredu predvídať, čo je spolu s možnosťou praktickej aplikácie právnej úpravy, ktorej výsledkom bude dosiahnutie cieľa squeeze outu v reálnom časovom horizonte, základným dôvodom navrhnutého riešenia. Rozhodnutie valného zhromaždenia o prechode vlastníckeho práva akcií je zákonný spôsob umožňujúci dosiahnutie všetkých vyššie uvedených cieľov, pričom právo akcionárov požiadať súd o preskúmanie primeranosti protiplnenia ostáva zachované, nemá však ako doteraz vplyv na priebeh a ukončenie squeeze outu.“

Nielen režim prevodu podliehal kritike. Aj režim prechodu rozhodnutím valného zhromaždenia, možno práve v dôsledku vyššej flexibility, vykazuje podľa niektorých autorov z Českej republiky (napríklad Uzsák), v ktorej tento režim existoval od počiatku, znaky svojvoľného vytesnenia hlavným akcionárom, ktorý tak zneužíva svoju hospodársku silu na vylúčenie iných hráčov z hry. V Slovenskej republike, ako bolo uvedené, je režim prechodu (rozhodnutím valného zhromaždenia) zavedený od 1. januára 2019. V nadväznosti na to je podľa našej mienky dôležité skúmanie povahy orgánu, ktorý o vykonaní práva výkupu rozhoduje. Podľa Havla je vytesnenie založené na rozhodnutí samotnej spoločnosti, konkrétne rozhodnutí **orgánu súkromného subjektu** vykonanom v rámci autonómie vôle, hoci ovplyvnené hlavným akcionárom. Z toho následne vyplýva, že absentuje ďalší znak imanentný vyvlastneniu, totiž vydanie jednostranného a konštitutívneho správneho aktu, ktorým by došlo k vyvlastneniu. Vytláčenie je tak iste zásah do vlastníckeho práva svojou podstatou súkromnoprávny, nie verejnoprávny. Tento názor súčasne spochybňuje, že by mohlo ísť o kvázisprávny akt, s výnimkou prípadu, že by rozhodovacím orgánom bola entita s vrchnostenskou mocou<sup>25</sup> (najmä orgán dohľadu, poznámka autora). V tejto veci zastávame v našich právnych podmienkach opačné stanovisko. Skutočnosť, že v ZoCP ani v inom právnom predpise nie je osobitne verejnoprávne procesne riešené rozhodnutie valného zhromaždenia o práve výkupu, neznamená, že tento orgán nerozhoduje o právach (a súčasne povinnostiach) dotknutých akcionárov na základe zákonného mandátu zvereného mu na tento

<sup>23</sup> GLÉZL – JABLONKA - PATAKYOVÁ, Úprava práva výkupu (squeeze-out) v slovenskom práve (dodržanie princípu efektívnosti komunitárneho práva a ústavné aspekty práva výkupu), s. 228. Uzáková považuje nastavenie slovenskej právnej úpravy v znení do 31. decembra 2018 za striktné a z toho dôvodu za málo využívané. Pozri UŽÁKOVÁ, Constitutional and Legal Aspects of Squeeze-out of Minority Shareholders, s. 963.

<sup>24</sup> Rok 2007: 1, rok 2008: 1, rok 2012: 2, rok 2014: 1, rok 2018: 1. Spracované podľa údajov zo Správ o výkone činnosti útvaru dohľadu nad finančným trhom za roky 2007 až 2018. Dostupné na [www.nbs.sk](http://www.nbs.sk).

<sup>25</sup> HAVEL, Vyvlastnění, vytláčení akcionářů a ústavnost, s. 218-219.



účel. Na tomto nemení nič ani to, že rozhodnutie si vo valnom zhromaždení presadí majoritný akcionár bez hlasov ostatných akcionárov, čím fakticky rozhoduje sám o svojom práve. V právnom poriadku existuje viacero analogických prípadov, v ktorých zákon zveril kompetenciu súkromnoprávnemu subjektu rozhodovať o právach a povinnostiach iných osôb (napríklad rozhodcovské súdy, ktorých zriaďovateľom mohli byť ešte donedávna samotné strany sporu).

Výnimočným je v tejto súvislosti založenie kompetencie viesť osobitné správne konanie (podľa zákona č. 747/2004 Z. z. o dohľade nad finančným trhom a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov; ďalej len „zákon č. 747/2004 Z. z.“) pre akciovú spoločnosť, ktorou je burza cenných papierov.<sup>26</sup> Tá môže v tomto konaní rozhodnúť (prostredníctvom predstavenstva, ktorého zloženie odzrkadľuje akcionársku štruktúru burzy) napríklad o pozastavení obchodovania alebo o vylúčení cenných papierov z trhu burzy aj v prípade vlastného akcionára. Nejde síce o prechod vlastníckeho práva, ale o obmedzenie *ius disponendi* určitým spôsobom, predsa len dochádza k limitácii vlastníckeho práva.

Na základe toho by sme mohli dospieť k záveru, že i orgán akciovej spoločnosti je kvázi orgánom verejnej moci, avšak bez výslovného zakotvenia verejnoprávneho procesného postupu a súdneho prieskumu jeho aktov a činnosti (z tohto dôvodu tak nepôjde o orgán verejnej správy).<sup>27</sup> Je namieste otázka, či je vôbec potrebný osobitný administratívnoprávny postup, keďže ZoCP vyžaduje veľmi konkrétne a jednoznačné podmienky na realizáciu *squeeze-outu*. V takom prípade je rozhodovanie valného zhromaždenia a jeho uznesenie<sup>28</sup> založené obdobne ako u orgánu verejnej moci na simplifikatívnom skúmaní zákonných predpokladov bez ďalšieho hlbšieho skúmania, zdôvodňovania a správnej úvahy. Naplnenie zákonných predpokladov následne založí nárokovateľnosť *squeeze-outu* zo strany väčšinového akcionára zjednodušene tak ako napríklad u žiadateľa o bankové povolenie.

Po nadobudnutí účinnosti zavedenia práva výkupu v SR by sme mali nahliadať na tento inštitút ako na aplikáciu práva vyplývajúceho zo zákona, nie ako na vyvlastnenie.

Jednou z diskutovaných otázok právnej úpravy je aj **stanovenie spravodlivej ceny (primeranej náhrady) pre výkup akcií**. Nevýhoda postavenia menšinových akcionárov v právnej úprave práva výkupu do 31. decembra 2018 spočívala v tom, že nemohli návrh na uzavretie zmluvy o kúpe akcií fakticky účinne odmietnuť. Ich prejav vôle bolo možné v prípade neprijatia návrhu rozhodnutím súdu nahradiť. V konaní o nahradení prejavu vôle mohli namietat iba neprimeranosť ponúknutého protiplnenia. Po 1. januári 2019 sa síce právny stav zmenil z režimu prevodu na režim prechodu, ale minoritní akcionári naďalej nemôžu zvrátiť uplatnenie vytesnenia, iba namietat neprimeranosť protiplnenia. Keďže ide o nútené a neodvratné odobratie majetku, „*cena by mala zodpovedať tzv. absolútnemu odškodneniu, t. j. takej hodnote akcií, aby vytesnený akcionár mohol za získané protiplnenie nadobudnúť alternatívnu investíciu s rovnakým výnosom i rizikom.*“<sup>29</sup> Tento názor – nech je už akokoľvek teoreticky správny – sa nám javí, hlavne v podmienkach slovenského kapitálového trhu, ako idealistický. Smernica o ponukách prevzatia hovorí o tzv. primeranej cene, pričom za primeranú považuje protihodnotu v povinnej ponuke na prevzatie

<sup>26</sup> Pozri § 65 a 65a zákona č. 429/2002 Z. z. o burze cenných papierov v znení neskorších predpisov.

<sup>27</sup> Súkromná správa, napríklad správa obchodnej spoločnosti, je zo súdneho prieskumu v rámci správneho súdnictva vylúčená. Pozri SEMAN, T.: Verejná správa v správnom súdnictve. Košice : Univerzita Pavla Jozefa Šafárika v Košiciach, 2016, s. 11. ISBN 978-80-8152-424-0. Na druhej strane v právnej úprave poznáme inštitút nútenej správy dohliadaných akciových spoločností, ktorá nie je výlučne správou súkromnou. Súdnym prieskumom postupu núteného správcu prichádza do úvahy, ak ide o zamestnanca orgánu dohľadu (napríklad v ČR).

<sup>28</sup> Čech uvádza, že uznesenie je rozhodnutím, ktoré samo o sebe zakladá právny dôvod prechodu práv k dotknutým cenným papierom na hlavného akcionára. Pozri ČECH, K (četným) problémům právní úpravy výkupu účastnických cenných papírů (*squeeze-out*), s. 659.

<sup>29</sup> HEČKOVÁ – CHAPČÁKOVÁ, Explikácia významu inštitútu *Squeeze Out* v podmienkach Slovenskej republiky, s. 429.

a v dobrovoľnej ponuke pri dosiahnutí aspoň 90% podielu na akciách spojených s hlasovacím právom. V ostatných prípadoch dobrovoľnej ponuky smernica neurčuje spôsob stanovenia ceny. ZoCP v § 118i ods. 10 ustanovuje, že sa postupuje ako pri určovaní ceny akcií v povinnej ponuke, t. j. určenie znaleckým posudkom pri dodržiavaní referenčných mantinelov, aby nedošlo k podhodnoteniu. Uvedené určovanie ceny sa osvedčilo a nebolo zmenené novou právnou úpravou § 118i ZoCP ani po 1. januári 2019.

Zmena spočíva v ustanovení povinnosti predstavenstva akciovej spoločnosti vyjadriť sa k primeranosti navrhovanej výšky protiplnenia pre minoritných akcionárov. Obsah vyjadrenia musí byť pritom zaznamenaný v pozvánke na zasadnutie valného zhromaždenia, ktoré bolo zvolané za účelom prijatia rozhodnutia o prechode akcií (uplatnení práva výkupu).

Zachovanie súdnej ochrany v otázke skúmania primeranosti ceny považujeme za kľúčové pri posudzovaní primeranosti zásahu do práv zostatkových akcionárov. Musíme tiež konštatovať, že „odškodnenie“ formou vyplatenia primeranej ceny nezohľadňuje inú ujmu nemajetkovej povahy, ktorú vytlačený akcionár utrpí, najmä ak ide o konanie proti jeho vôli (má záujem na zotrvaní v investícii z rôznych vyššie uvedených dôvodov).

Možno sa stotožniť s názorom, podľa ktorého je inštitút vytesňovania v Európe už bežným a legitímnym právnym nástrojom pre realizáciu zmien vo vlastníckej štruktúre (verejných) akciových spoločností. Kritické názory podľa neho nenazerajú na inštitút vytesňovania z pohľadu väčšinových akcionárov v kontexte zabezpečenia efektívnosti ekonomického systému a poukazujú na rozpor so všeobecnými princípmi ochrany vlastníctva a menšinových práv.<sup>30</sup>

Podľa nášho názoru však nemožno oddelene skúmať a zvažovať ekonomickú podstatu tohto inštitútu a predovšetkým prostredie jeho realizácie (verejný kapitálový trh) od jeho právnej legitimacy. V nadväznosti na to poukazujeme na dve skutočnosti, ktoré sa v ostatnej odbornej literatúre opomínajú.

Po prvé, **kapitálový trh je trhom rizikovým, na ktorom vystupujú jeho účastníci ako kvalifikovaní investori.** Regulovaný trh finančných nástrojov (vrátane našich podmienok obchodovania na trhu Burzy cenných papierov v Bratislave, a. s.) neumožňuje investorom nakupovať/predávať investičné tituly priamo, ale iba prostredníctvom na to oprávnenej osoby – profesionála (obchodník s cennými papiermi alebo investičná banka), ktorá je povinná u zákazníka (nekvalifikovaného investora) pred poskytnutím investičnej služby nákupu/predaja zrealizovať test vhodnosti, ktorý sa týka posúdenia rizikovej averzie klienta, čo vyplýva priamo z právneho poriadku (§ 73f ZoCP), prípadne test primeranosti (§ 73g ZoCP).

Po druhé, **kúpa akcií verejných akciových spoločností na kapitálovom (regulovanom) trhu v menšom množstve je špekulatívnou investíciou** (s výnimkou schém fondového financovania s dlhodobou investičnou stratégiou) so sledovaním dosiahnutia jednorazového výnosu v krátkodobom horizonte z kolísania trhovej ceny akciového titulu, bez záujmu o proces riadenia spoločnosti, ktorý prakticky ani nie je možný.<sup>31</sup> Tieto skutočnosti, opomínané odbornou literatúrou (zrejme z dôvodu profilácie na výlučne právne problémy), podľa nás posúvajú vnímanie práva výkupu z hľadania jeho akademickej (teoretickej) spravodlivosti pri vyvažovaní záujmov väčšiny s menšinou do ekonomickej reality kapitálového trhu a jeho podstaty (ako formálneho prameňa práva). Možno tu tak identifikovať aj iné – verejnoprávne – nástroje ochrany akcionára (ako klienta poskytovateľa investičnej služby) a súčasne vnímať určitú mieru „degradácie“ vlastníckeho práva drobného investora, ktorý neotvára pozíciu

<sup>30</sup> HOLUB, D.: Právo cenných papierov. Bratislava : IURA EDITION, 2013, s. 119. ISBN 978-80-8078-562-8. Obdobne HAVEL, Vylastnění, vytlačení akcionářů a ústavnost, s. 219.

<sup>31</sup> Zjednodušene možno povedať, že zatiaľ čo menšinový akcionár je iba investorom, väčšinový akcionár je investorom, ktorý aktívne riadi emitenta a aktívne tak zveľaďuje svoju investíciu. Uspokojuje teda nielen svoju majetkovú potrebu, ale aj „duševnú“ víziu podnikania.

s výhľadom na dlhšie obdobie,<sup>32</sup> oproti vlastníctvu majoritného investora, ktorý nakupuje akcie vo veľkom množstve so serióznym záujmom na ďalšom rozvoji akciovej spoločnosti.

## 2. Zhodnotenie recentnej právnej úpravy *squeeze-outu* a podnety na jej doplnenie (v záujme ochrany minoritných akcionárov)

Nová právna práva § 118i ZoCP sa nevzťahuje v zmysle prechodného ustanovenia k úpravám účinným od 1. januára 2019 (nový § 173zc ZoCP) na právne vzťahy, ktoré sa týkajú práva výkupu vzniknutého pred 1. januárom 2019.

Dôležitým aspektom verejnoprávnej záruky práv menšinových akcionárov, najmä s ohľadom na stanovenie primeranej ceny, je **odobrenie práva výkupu orgánom dohľadu nad finančným trhom (NBS)**. Do 31. decembra 2018 sa účinnosť práva výkupu viazala na právoplatné udelenie súhlasu NBS v konaní podľa zákona č. 747/2004 Z. z. s procesnými špecifikami podľa ZoCP. Od 1. januára 2019 uplatnenie práva výkupu voči zostávajúcim akcionárom (rovnako aj voči ich právnym nástupcom) podlieha udeleniu prechádzajúceho súhlasu NBS. Autor príspevku pri tvorbe návrhu nového znenia § 118i v novele ZoCP účinnej od 1. januára 2019 navrhol doplniť, aby sa s týmto predchádzajúcim súhlasom spájala aj absolútna neplatnosť každého právneho úkonu, ktorý bude vykonaný bez jeho udelenia, pričom neplatný bude aj každý úkon urobený na základe predchádzajúceho súhlasu udeleného na základe nepravdivých údajov (§ 159 ods. 3 v znení po 1. januári 2019). Schvaľovací proces NBS považujeme za dôležitú garanciu zákonného priebehu *squeeze-outu*, ktorý sa uplatní rozhodnutím valného zhromaždenia o prechode akcií zostávajúcich akcionárov na hlavného akcionára. V rámci neho totiž dochádza aj k preskúmaniu správnosti stanovenia ceny. Za určitú garanciu možno považovať aj vlastné stanovenie prahu 95% (oproti smernicou o ponukách prevzatia požadovaných 90%).

Pri hľadaní optimálneho modelu rozhodovania Užáková preferuje za najspravodlivejšie rozhodovanie o *squeeze-oute* súdom, ako alternatívu až následne rozhodovanie orgánom dohľadu.<sup>33</sup> Ako bolo uvedené, v prípade orgánu dohľadu (NBS) by rozhodovací proces musel vychádzať zo správnej úvahy, ktorej voľnosť by sa dohliadací orgán snažil obmedziť jednoznačnými zákonnými kritériami (napríklad dosiahnutím existujúcich percentuálnych podielov). Ak by explicitne kritériá upravené neboli, nároky na rozsah dokazovania by bol väčší, keďže by sa rozhodovalo o proti sebe stojacích právach akcionárov tak, ako je to v kontradiktórnom konaní. Tento stav by posúval rozhodovanie orgánu verejnej správy na úseku dohľadu nad kapitálovým trhom (dodržiavaním podmienok uplatnenia práva výkupu) do roviny súdnej ochrany práv, čo nemožno v našich podmienkach považovať za úlohu orgánov verejnej správy. V zmysle § 2 ods. 3 zákona č. 747/2004 Z. z. predmetom dohľadu nad dohliadanými subjektmi nie je rozhodovanie sporov z právnych vzťahov medzi dohliadanými subjektmi a ich klientmi, na ktorých prejednávane a rozhodovanie sú príslušné súdy alebo iné orgány podľa osobitných predpisov (výkon dohľadu vo verejnom záujme, judikovaný Súdnym dvorom EÚ v konaní C-222/04 Peter Paul a ostatní c/a SRN). Na druhej strane, v ČR o sporovej agende medzi finančnými inštitúciami a ich klientmi rozhoduje v správnom konaní správny orgán, ktorým je finančný arbiter.

Za nedostatok regulácie *squeeze-outu* na úrovni EÚ možno považovať **absenciu riešenia kolízie právnych režimov v prípade, ak sú akcie identického emitenta pripustené na**

<sup>32</sup> Výnimočne s cieľom zneužívať svoje akcionárske práva, čo možno považovať tiež za určitý druh špekulácie. Podobnú argumentáciu používa osobitná časť dôvodovej správy k § 118i ZoCP k zákonu č. 644/2006 Z. z., ktorá uvádza, že „*môže dochádzať k tomu, že minoritní akcionári (držiaci symbolické podiely v spoločnosti, ktoré predstavujú niekoľko kusov akcií z emisií o desiatkach či stovkách tisíc kusov) využívajú práva minoritných akcionárov za účelom získania výhod, ktoré sú v zjavnom nepomere voči ich účasti na kapitálovej spoločnosti, spôsobom ohrozujúcim zámeny majoritného akcionára i spoločnosť samotnú. Väčšinou ide o situácie, kedy záujmy minoritných akcionárov nespočívajú v dlhodobom vlastníctve akcií a činnosti spoločnosti, ale skôr vo využívaní tlaku na majoritného akcionára.*“

<sup>33</sup> Pozri UŽÁKOVÁ, Zánik účasti akcionára v akciovej spoločnosti so zameraním na *squeeze out*, s. 113.

**obchodovanie na viacerých regulovaných trhoch** v rozličných členských štátoch, prípadne aj na regulovaných a súčasne neregulovaných trhoch (*multi-listing*). V takom prípade vyvstáva otázka, podľa ktorej z právnych úprav sa má postupovať pri schvaľovaní uplatnenia práva výkupu. Máme za to, že táto situácia vyžaduje získanie všetkých príslušných verejnoprávných súhlasov vo všetkých členských štátoch, kde je emisia pripustená na obchodovanie. Tento postup opätovne sťažuje reálny výkon práva väčšinovým akcionárom v procese koncentrácie vlastníctva. Vo väzbe na to **možno zvažovať zavedenie jednotného povolenia** platného v rámci celej EÚ/EHP, ktoré by značne zjednodušilo proces vytesnenia, analogicky ako v prípade cezhraničnej notifikácie dohliadaných subjektov finančného trhu. Za prekážku tejto iniciatívy považujeme národné právne režimy, ktoré sa medzi členskými štátmi diferencujú (najmä ustanovenie rozdielneho subjektu príslušného na rozhodovanie). Z toho vyplýva potreba kompromisu členských štátov o subjekte, ktorý by o práve výkupu rozhodoval a ktorého rozhodnutie by považovali za dostatočnú garanciu menšinových akcionárov. Výzvou pre tento orgán by tak zostalo posudzovať primeranosť ceny odkupovaných akcií, keďže jej stanovenie by muselo byť podrobené novému spôsobu jej výpočtu zohľadňujúcemu trhový vývoj na regulovaných trhoch vo viacerých jurisdikciách.

Slovenská právna úprava rieši z pohľadu orgánu dohľadu detailnejšie iba výkon dohľadu nad realizáciou ponuky na prevzatie (§ 135c ZoCP), nie nad právom výkupu. Neopomína však možnosť sankcionovať nedostatky v činnosti uplatňovateľa práva výkupu spočívajúce v porušení povinností uložených zákonom (§ 144 ods. 5 ZoCP).

Ako sme uviedli, dôvodová správa k zákonu č. 373/2018 Z. z. (k § 118i) v sebe zahŕňa určitý pragmatizmus. Napriek zmieneným akademickým názorom, v zmysle ktorých sa javí teoreticky ako spravodlivejšia predchádzajúca právna úprava (do 31. decembra 2018), v rámci ktorej rozhodoval súd o nahradení prejavu vôle, išlo o veľmi zložitý proces náročný na čas, identifikáciu ostatných akcionárov, vykazujúci náklady spojené so súdnym konaním (podávanie viacerých žalôb na rôzne miestne príslušné súdy v závislosti od počtu menšinových akcionárov). Nová právna úprava sľubuje **väčšiu flexibilitu** a tým aj zvýšenie atraktivity pre inštitút práva výkupu. Jeho využiteľnosť bude však naďalej v podmienkach slovenského kapitálového trhu limitovaná množstvom akciových emisií na regulovanom trhu. Možno tak konštatovať smerovanie k potenciálne vyššej efektívnosti.

Ak existenciou *squeeze-outu* pripúšťame, že možno nútiť malého investora hľadať novú investíciu, nedoriešenou podľa nášho názoru ostáva otázka spravodlivosti jeho aplikácie v kolektívnych schémach investovania na finančnom trhu.<sup>34</sup> **Vhodným riešením by bolo vyňať z pôsobnosti vytesnenia akcie držané vo fondoch kolektívneho investovania a dôchodkových fondoch** (čl. 1 ods. 2 smernice o ponukách prevzatia ustanovuje iba výnimku, podľa ktorej sa nevzťahuje - vrátane práva výkupu - na nimi emitované cenné papiere). Takou výnimkou by boli kolektívne schémy investovania zvýhodnené a prinieslo by to ďalšiu disproporciu v zaobchádzaní medzi akcionármi, tentoraz medzi menšinovými navzájom. Opätovne ale považujeme za potrebné zdôrazniť niektoré typické znaky kapitálového trhu, a to že kolektívne investovanie a dôchodkové sporenie (investovanie) sleduje osobitný verejný záujem štátu deklarovaný rôznymi zvýhodneniami, ktorým možno vyvážiť protichodné záujmy väčšinového akcionára.

Medzi existujúce zvýhodnenia investovania na kapitálovom trhu patrí v súčasnosti aj oslobodenie od dane z príjmu podľa § 9 ods. 1 písm. l) zákona č. 595/2003 Z. z. o dani z príjmu v znení neskorších predpisov u dlhodobého investičného sporenia podľa § 7 ods. 11 ZoCP. Nejde pritom o kolektívne investovanie ale individuálne riadenie portfólia, v ktorom možno badať obdobne určitý verejný záujem na dlhodobom investovaní. Vytesnenie tu

<sup>34</sup> Na tento problém poukázala Užáková, *tamtiež*, s. 104.

nepovažujeme za porušenie podmienok jeho zvýhodnenia, pretože portfólio sa môže operatívne obmieňať (transakciami obchodníka s cennými papiermi) bez vyplatenia plnenia investorovi, tak ako u kolektívnych schém, aj keď možno namietať, že portfólio v kolektívnych schémach je predmetom spoluvlastníctva (napríklad podielnikov). V tejto súvislosti stojí za zváženie, **či by potenciálna výnimka mohla byť vzťahnutá aj na takéto zvýhodnené individuálne správy finančných nástrojov.** Užáková dáva „na zváženie, či neponechať aj malým investorom možnosť zhodnocovať svoje úspory (alebo zverené prostriedky) a prečo nepovažovať možnosť dlhodobého investovania malými akcionármi (vrátane fondov) práve za pozitívum vo verejnom záujme.“<sup>35</sup>

Máme za to, že pri stanovení zmienenej výnimky pre kolektívne (prípadne individuálne investičné) schémy bude **rozhodujúce stanoviť aj percentuálny podiel akcií v spoluvlastníctve u jedného subjektu kolektívneho investovania a dôchodkového sporenia** (resp. vo vlastníctve jedného subjektu), kedy bude ešte *squeeze-out* možný, aby nedošlo k jeho úplnému znefunkčneniu u emisií v zvýhodnenej kolektívnej a individuálnej držbe. Otázka objektivizácie percentuálneho prahu sa z hľadiska akcionárskej spravodlivosti relativizuje, pretože akcie rôznych emitentov majú rôznu hodnotu, a hodnota vlastníctva akcie jedného emitenta môže presahovať hodnotu viacerých akcií u druhého emitenta. Zároveň investícia do akcie u jednej fyzickej osoby môže v optike jej majetkových pomerov predstavovať vysoký náklad na úkor spotreby oproti majetnejšiemu investorovi. Kapitálový trh by tak prehĺbil majetkové rozdiely medzi akcionármi navzájom, aj keď kompenzované zvýhodnením kolektívnej správy aktív (ktorá má byť preferovanou možnosťou investovania pre drobných investorov).

Ako bolo spomenuté, právu výkupu predchádza realizácia ponuky na prevzatie. Ponuku na prevzatie zákon vyžaduje aj u iných právnych situácií (pozri § 170 ods. 3 v spojení s § 119 ZoCP) ako je nadobudnutie vlastníctva k určitému percentuálnemu podielu na akciách emitenta. Jednou z nich je to, že emitent sa môže rozhodnúť, že s cennými papiermi sa prestane obchodovať na regulovanom trhu (alebo prijme iné rozhodnutie, ktoré má za následok, že sa s cenným papierom prestane obchodovať, napríklad o zmene zaknihovanej podoby na podobu listinnú). Druhou situáciou je neplnenie si zákonných informačných povinností emitenta, v dôsledku ktorého dochádza k ich vylúčeniu z obchodovania na regulovanom trhu (prípadne môže ísť o iné podobné skutočnosti, ktoré majú za následok takéto vyradenie z regulovaného trhu). Ide o situácie riadeného *going private* (premeny na súkromnú akciovú spoločnosť). Môže tak nastať situácia, ktorú emitent (ovládaný väčšinovým akcionárom) úmyselne vyvolá, aby sa zbavil menšinových akcionárov cestou realizácie práva výkupu. Majoritný akcionár však svoje právo na odkup nemusí využiť a v rukách ostatných akcionárov zostanú fakticky nepredajné akcie, ktoré stratili svoje „atraktívne vlastnosti“; delistingom totiž prestanú byť akcie investične zaujímavé a ich trhovacia cena už nie je a) likvidná, b) reálne vypovedajúca o ich hodnote, čím minoritný akcionár stráca predstavu o ich reálnej hodnote. To možno považovať za dôvod, **aby sa regulácia *squeeze-outu* rozšírila aj na neregulované obchodné platformy (napríklad mnohostranný obchodný systém - MTF)**, čím by sa umožnilo zostatkové akcie predať. Prípady, keď dôjde k vylúčeniu akcií kvôli neplneniu si informačných povinností, je možné sanovať zásahom orgánu dohľadu ako *ultima ratio*, a to uložením nápravného opatrenia v sankčnom konaní vedenom proti emitentovi, ktoré by spočívalo v prinavratení emisie akcií na regulovaný trh (opätovné podanie žiadosti o prijatie na obchodovanie), aj keď si uvedomujeme problematickosť núteného výkonu takého rozhodnutia.

<sup>35</sup> Tamtiež, s. 115.

Ďalším dôvodom zavedenia práva výkupu i pre tieto obchodné miesta môže byť snaha o riešenie pozostatkov obdobia kupónovej privatizácie, aj keď pravdepodobne väčšina emisií z týchto čias bude bezcenná a akcionári sú *bagholdermi* (držiteľmi bezcenných akcií).

#### IV. ZÁVER

Právo výkupu bolo v rámci procesu jeho implementácie diskutované ako pomerne kontroverzné riešenie majetkových pomerov vo verejnej akciovej spoločnosti. Na základe analyzovaných názorov prichádzame k záveru, že za presne určených podmienok, pri vyplatení spravodlivej ceny a zabezpečení jej možného súdneho prieskumu by bolo možné *squeeze-out* označiť ako legitímny prostriedok koncentrácie akcií. Ako však postupovať, ak minoritný akcionár nechce predať svoju majetkovú účasť. O to viac to platí v období trendu trhového rastu ceny na akciových trhoch (slovenský akciový trh je v tomto skôr výnimkou z dôvodu nízkej likvidity a tendencie sťahovania/delistingu akcií z jeho obchodného miesta). Logika minoritných akcionárov je konzistentná s teóriou „príživníkov“, ako uvádza Shiller vo svojej revolučnej práci *„Irrational Exuberance“*.<sup>36</sup> Možno ju pripodobniť zaužívanému pojmu „*free rider*“,<sup>37</sup> aj keď ten vychádza iba zo „zvezenia sa“ popri silnejších hráčoch (majoritných akcionároch), bez prínosu pre akciovú spoločnosť, bez vyvinutia úsilia o jej správu (hoci platí zásada, že vlastníctvo zaväzuje). Teória „príživníkov“ znamená, že pokiaľ sa množstvo odborníkov a investorov zaoberá štúdiom ceny akcie a potvrdzujú ich zjavnú hodnotu, prečo márne strácať čas vlastnou snahou o zistenie primeranej ceny (= reálnej hodnoty trhovej kapitalizácie). Prečo sa nepriživiť na účet iných usilovných investorov a kopírovať jednoducho ich investičné správanie. Existujú aj prípady, keď minoritný akcionár vlastníctvo akcií zneužíva špekulatívnym spôsobom, ktorý nesleduje ani tak investičný mainstream ako skôr vytĺkanie čo najlepšej odkupnej ceny od majoritného akcionára. Zneužitie postavenia menšiny je extrémom na jednom z protipólov rovnováhy vlastníckych práv všetkých akcionárov v emitentovi. Držba akcií v rukách menšinového akcionára sa stáva krátkodobou špekuláciou za účelom dosiahnutia najlepšej ceny od väčšinového akcionára,<sup>38</sup> nie cestou predaja verejne prístupnej investície iným investorom na kapitálovom trhu. Zastávame názor, že tento fenomén je typický najmä pre menej likvidné akciové trhy tak, ako to je v Slovenskej republike. Ponechanie malej investície môže mať aj iné dôvody (hrdost', tradícia vlastníctva akcií lokálneho emitenta, ako napr. regionálne podniky). Paradoxne práve nevláda predať akcie menšinou sa stáva dôvodom faktickej nelikvidity emisie a trhu, na ktorom sa obchoduje. Krajným riešením je pre väčšinového akcionára dobrovoľné opustenie alebo porušením informačnej povinnosti vyvolané vylúčenie z trhu, čo je v konečnom dôsledku pre prečistenie trhu pozitívne (pri dostatočnom množstve emisií obchodovaných na regulovanom trhu). Takým situáciám by právo výkupu mohlo predchádzať ako *ex ante* nástroj.

Otvorený zostáva problém minoritných akcionárov, ktorých kapitál premenený na akcie je koncentrovaný v schémach kolektívneho investovania. Aby sa uľahčila aktivita a informovanosť akcionárov investujúcich prostredníctvom správcov ich aktív o emitentoch, sú členské štáty EÚ povinné zabezpečiť transpozíciu smernice Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) 2017/828 zo 17. mája 2017, ktorou sa mení smernica 2007/36/ES, pokiaľ ide o podnietenie dlhodobého zapojenia akcionárov, a to do 10. júna 2019. Aj keď táto smernica nerieši problém ich vytesnenia, má zabezpečiť aspoň príležitosť na efektívny výkon akcionárskych práv týchto akcionárov prostredníctvom správcov aktív. V článku sme v tejto

<sup>36</sup> SHILLER, R. J.: Investiční horečka – iracionální nadšení na kapitálových trzích : Predhovor k prvému vydaniu. Praha : Grada Publishing, a. s., 2010, s. 18-19. ISBN 978-80-247-2482-9. (Český preklad).

<sup>37</sup> UŽÁKOVÁ, Constitutional and Legal Aspects of Squeeze-out of Minority Shareholders, s. 964.

<sup>38</sup> Užáková v tejto súvislosti používa označenie „professional trouble-makers“. Tamtiež.

súvislosti uviedli niektoré návrhy, ktoré by mohli kolektívne schémy preferovať pred záujmami väčšinového akcionára.

## KLÚČOVÉ SLOVÁ

právo výkupu, ponuka na prevzatie, Národná banka Slovenska, vyvlastnenie, primeraná cena, rozhodujúci orgán

## KEY WORDS

Squeeze-out/Buy-out, Take Over Bid, National Bank of Slovakia, Expropriation, Fair Price, Decision-making Authority

## POUŽITÁ LITERATÚRA

1. BUCK-HEEB, P.: Kapitalmarktrecht. 2. Auflage. Heidelberg : C. F. Müller Verlag, 2007. ISBN 978-3-8114-8055-1.
2. ČAVOJSKÝ, P.: Základné princípy právnej úpravy ponuky na prevzatie podielu na majetkových cenných papieroch podľa 13. smernice. In: Právny obzor, roč. 87, 2004, č. 3.
3. ČECH, P.: K (četným) problémom právni úpravy výkupu účastníckych cenných papírů (squeeze-out). In: Právní rozhledy, 2005, č. 18.
4. ČUNDERLÍK, L. a kol.: Právo finančného trhu. Bratislava : Wolters Kluwer, s.r.o., 2017. ISBN 978-80-8168-753-2.
5. DOLEŽIL, T. – HAVEL, B.: Squeeze-out trochu jinak. In: Jurisprudence, roč. XIV, 2005, č. 8.
6. GLÉZL, A. - JABLONKA, B. - PATAKYOVÁ, M.: Úprava práva výkupu (squeeze-out) v slovenskom práve (dodržanie princípu efektívnosti komunitárneho práva a ústavné aspekty práva výkupu). In: Vzájemné ovlivňování komunitární úpravy českého a slovenského obchodního práva na pozadí procesu jejich reforem : Sborník ze setkání kateder obchodního práva právnických fakult České republiky a Slovenské republiky. Praha : Univerzita Karlova v Praze, Právnická fakulta, 2007.
7. HAVEL, B.: Vyvlastnění, vytlačení akcionářů a ústavnost. In: Právní rozhledy, 2006, č. 6.
8. HEČKOVÁ, J. – CHAPČÁKOVÁ, A.: Explikácia významu inštitútu *Squeeze Out* v podmienkach Slovenskej republiky. In: Ekonomický časopis, roč. 57, 2009, č. 5.
9. HOLUB, D.: Právo cenných papierov. Bratislava : IURA EDITION, 2013. ISBN 978-80-8078-562-8.
10. KADUCH, B.: Vývoj úpravy squeeze-out v Polsku a poznámky k transpozici směrnice o nabídkách převzetí. In: Dny veřejného práva : Sborník příspěvků z mezinárodní konference. Brno: Masarykova univerzita, 2007.
11. KOTÁSEK, J.: Vytěsnění anonymního akcionáře. In: Časopis pro právní vědu a praxi, roč. XIV, 2006, č. 3.
12. LANGENBUCHER, K.: Aktien- und Kapitalmarktrecht. 2. Auflage. München : Verlag C. H. Beck, 2011. ISBN 978-3-406-62494-0.
13. SEMAN, T.: Verejná správa v správnom súdnictve. Košice : Univerzita Pavla Jozefa Šafárika v Košiciach, 2016. ISBN 978-80-8152-424-0.
14. SHILLER, R. J.: Investiční horečka – iracionální nadšení na kapitálových trzích : Předhovor k prvnímu vydání. Praha : Grada Publishing, a. s., 2010. ISBN 978-80-247-2482-9. (Český překlad).
15. UZSÁK, M.: Co se o squeeze-out(u) nepíše. In: Bulletin advokacie, 2007, č. 3.

16. UŽÁKOVÁ, V.: Constitutional and Legal Aspects of Squeeze-out of Minority Shareholders. In: Mířníky práva v stredoeurópskom priestore 2012 : Zborník príspevkov z medzinárodnej konferencie. Bratislava : PraF UK, 2012.
17. UŽÁKOVÁ, V.: Zánik účasti akcionára v akciovej spoločnosti so zameraním na squeeze out : Dizertačná práca. 2017.
18. <https://www.nrsr.sk/web/Default.aspx?sid=zakony/zakon&MasterID=6986>.
19. [www.nbs.sk](http://www.nbs.sk).

### **KONTAKTNÉ ÚDAJE AUTORA**

**doc. JUDr. Ľubomír Čunderlík, PhD.**

docent na Katedre finančného práva

Právnická fakulta Univerzity Komenského v Bratislave

Šafárikovo námestie č. 6, P. O. BOX 313, 810 00 Bratislava 1

Telefón: +421 2 9012 9217

E-mail: [lubomir.cunderlik@flaw.uniba.sk](mailto:lubomir.cunderlik@flaw.uniba.sk)