

## Velký zápas o malé akcie

Přes 354 firem se za více než 14,3 miliardy »zbavilo« svých malých akcionářů. Většina případů končí u soudu.

To jsou oni, na ty pozor, varoval šéf jednoho z velkých tuzemských podniků notářskou koncipientku, když poprvé přišla dělat zápis z valné hromady společnosti i další právní úkony.

Ukazoval přitom na skupinku několika mužů, kteří se mezi sebou evidentně znali a na svolanou valnou hromadu firmy přišli s tradičním záměrem. »Najíst se a napít, protože tady u té firmy byl vždycky připraven gulášek a pivo,« směje se při vzpomínce koncipientka, která ze zřejmých důvodů nechce uvést své jméno.

Občerstvení ale nebylo jediné, co návštěvníky valné hromady zajímalo. Drželi svých několik akcií a na účast na firemním shromáždění měli samozřejmě právo. »Ale oni měli dotazy, jak kdyby je četli z nějaké právníkové příručky. V některých případech nikdo buď neznal odpověď, nebo to bylo tak složité, že odpovídat či vysvětlovat nebyl čas ani chuť,« říká koncipientka.

Valná hromada se tím často protahovala o několik hodin. A pánové už jen čekali, co jim kdo nabídne za to, aby mlčeli či rovnou odešli.

Samozřejmě že ne všichni malí akcionáři postupují tímto způsobem. Advokátní kanceláře, které oslovil týdeník Ekonom, se však shodují, že takové případy stále ještě existují. David Neveselý z advokátní společnosti Havel & Holásek odhaduje, že v jejich praxi se tak děje zhruba ve dvou až třech případech měsíčně.

»Ročně zorganizujeme přibližně sto valných hromad a z toho deset procent je zkomplikováno,« říká advokát kanceláře Fabian & Partners Pavel Fabian. Zároveň připouští, že většina komplikací je spíše kverulantského charakteru a nemá za cíl nic jiného než na sebe upozornit nebo vyjednat lepší podmínky pro případný prodej akcií.

»Akcionář je samozřejmě oprávněn požadovat a také dostat vysvětlení záležitostí týkajících se společnosti a uplatňovat návrhy a protinávrhy,« dodává Fabian.

## Rekordní miliardy

Většiny minoritních akcionářů se přitom už tuzemské společnosti »zbavily«. Pomohla jim v tom novela obchodního zákoníku z roku 2005. Firmám umožnila takzvané vytěsnění malých akcionářů (squeeze-out). Akcie jednoduše přešly za určitou sumu do vlastnictví hlavního majitele, tedy toho, kdo má více než 90 procent cenných papírů, ať už s tím ostatní akcionáři souhlasí či nikoliv.

Tehdy nastal obrovský boom vytěsňování, ať už z pohledu firem nebo objemu vynaložených finančních prostředků.

»Jen za první tři měsíce platnosti novely zákona k vyvlastnění přistoupila téměř třetina firem a náklady přesáhly polovinu z celkové sumy vynaložené na squeeze-outy,« říká Petra Štěpánová, mluvčí agentury Čekia, poskytovatele ekonomických informací o firmách v České

republiky i na Slovensku.

Podle aktuálního průzkumu agentury Čekia pro týdeník Ekonom už tuzemské firmy na vytěsnění malých akcionářů vydaly přes 14,35 miliardy korun. »Statistika zahrnuje všechny proběhlé squeeze-outy, jež jsou zapsány v obchodním rejstříku,« vysvětluje Petra Štěpánová.

K vyvlastnění do konce listopadu letošního roku tak skutečně došlo u 354 společností, vyplývá z dat Čekie. Čísla ale mohou být ještě o něco vyšší, Čekia totiž monitoruje údaje pouze z veřejně dostupných zdrojů. »Každý měsíc přibývá několik dalších případů a majoritní vlastníci posilují své postavení,« dodává Štěpánová.

Již brzy nejspíše přijdou o své podíly majitelé cenných papírů farmaceutické Zentivy, kde na jaře získala majoritu francouzská Sanofi-Aventis.

Potřebnou většinu nejspíš získá i koncern ArcelorMittal v ostravské huti, neboť koupí téměř čtrnáctiprocentní podíl od skupiny PPF. Arcelor tak bude moci vytěsnit drobné akcionáře ArcelorMittal Ostrava, kteří protestovali proti některým rozhodnutím valných hromad koncernu. Stěžovali si v Bruselu i premiérovi Janu Fischerovi.

Podle nich totiž stát dopustil, aby jejich podíly byly neustále znehodnocovány. »Vytěsnění bereme jako danou věc, ale jsme připraveni se obrátit na soud, pokud firma nenabídne za podíly patřičnou cenu,« uvedl zástupce malých akcionářů Jiří Psota.

Kdy přesně by k vytěsnění mohlo dojít či jaká cena je reálně nabídnutelná, ale zástupci ostravské huti odmítli komentovat s tím, že vše řeší majoritní vlastník v Lucemburku. Ani odtamtud však týdeník Ekonom odpovědi nezískal.

Změní Evropa český zákon?

Squeeze-out je ale podle řady minoritních akcionářů protiprávní, ne-li protiústavní. Největším problémem je samozřejmě cena, kterou je většinový vlastník ochoten za jejich podíl zaplatit. Předseda Ochranného sdružení malých akcionářů Karel Staněk už dříve tvrdil, že kvůli vytěsnění přišli malí akcionáři odhadem o dvacet až třicet miliard korun.

O několika takových stížnostech už dokonce rozhodoval Ústavní soud, dotyčnou část obchodního zákoníku však nezrušil.

»V současné době bylo Evropským soudem pro lidská práva v jednom z případů vydáno rozhodnutí proti České republice. Toto rozhodnutí nyní analyzujeme a následně vyhodnotíme případné potřebné novelizační kroky,« reagovala Jitka Zinke, ředitelka tiskového odboru ministerstva spravedlnosti na dotaz, zda se chystá v zákoně nějaká změna.

Dohled nad výkupní cenou akcií byl přitom stanoven až po největší vlně vytěsňování, tedy v září 2005. Nejdříve dohlížela Komise pro cenné papíry, pak Česká národní banka. »Dosud jsme posoudili celkem 186 žádostí o udělení předchozího souhlasu s vytěsněním menšinových podílníků z akciových společností. Souhlas nebyl udělen v 70 případech,« potvrdil Tomáš Zimmermann z odboru komunikace centrální banky.

V těchto případech dala ČNB minoritním akcionářům za pravdu. »Podle našich zjištění předložené ocenění nedokládalo přiměřenost navrhované ceny za akcie v držení menšinových

akcionářů,« dodává Zimmermann.

I teď se sice souhlas národní banky vyžaduje, podmínka ale platí jen u firem, jejichž akcie jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu (například burze). A vzhledem k tomu, že tam jsou obchodovány cenné papíry jen několika desítek společností, realizuje se převážná většina vytěsnění bez dohledu centrální banky.

Akcionáři z tohoto důvodu proti většinovým majitelům a nabízeným cenám všelijak bojují, ať už obstrukcemi na valných hromadách či napadením u soudu. »Chce-li jim společnost úspěšně čelit, bez právní pomoci se neobejde. Stojí totiž proti profesionálům, kteří velmi dobře znají právní úpravu i mechanismy fungování společností a navíc v mnoha případech navzájem spolupracují,« popisuje situaci Aleš Kubáč z advokátní kanceláře Ambruz & Dark.

Jde »jen« o peníze

Jak říká Petra Štěpánová: »Problém je, že jde "jen" o peníze.« Už několikátý rok proto squeeze-outy zaměstnávají znalecké ústavy a soudní úředníky. I když samotné soudy ani ministerstvo spravedlnosti nesledují detailně, kolik takových sporů bylo a je v současné době řešeno, dá se alespoň něco odhadnout z údajů o sporech o neplatnosti usnesení valných hromad.

Z údajů ministerstva spravedlnosti vyplývá, že jen loni bylo v České republice takových sporů 342. Ještě v roce 2002 se přitom řešilo 108 případů.

»V podstatě každá větší akciová společnost v Moravskoslezském kraji tím prochází. Počet sporů, kde jde o zaplacení konkrétní částky či právě o neplatnost rozhodnutí valných hromad, lze počítat na desítky,« potvrdil Ekonomu například Petr Hampel, místopředseda krajského soudu v Ostravě, kde zatím věcně žádný spor ukončen nebyl.

Na druhé straně republiky, v Plzni, byl nepravomocně zatím skončen pouze jeden spor, a to z roku 2005. »Akcionáři v něm byli částečně úspěšní, to znamená soud shledal nepřiměřeně nízké protiplnění, ale nikoli ve výši požadované žalobou,« doplňuje Alexandra Vaňková z plzeňského soudu.

Nejvíce sporů připadá na hlavní město, už od roku 2003 se jejich počet pravidelně přehupuje přes stovku. Mluvčí Městského soudu v Praze Martina Lhotáková potvrdila, že ve většině případů jsou navíc spory ještě v řízení.

To, že se spory protahují, ale není podle Tomáše Brabence, jednatele znaleckého ústavu Appraisal Services, ani tak vina soudů jako spíše pracností znaleckých posudků. Když má být kvalitní, například pro středně velkou firmu, trvá za plné spolupráce majoritního vlastníka asi měsíc.

Jenže ne vždy strany sporu ideálně spolupracují. »A není výjimkou, že se soudy táhnou i několik let z důvodů odvolávání se jednotlivých stran a vyžadování nových a nových znaleckých posudků,« popisuje Brabenec.

Může to vypadat jako dobrý byznys pro znalecké ústavy. Třeba zmíněný Appraisal Services se profiluje jako arbitr ve sporech minoritních a majoritních akcionářů. Nejvíce kauz mu zadávají soudy. »Jejich poptávka je v poslední době zvýšená. Většinou se už jedná o odvolací

soudy v daných kauzách,« potvrzuje Tomáš Brabenec.

Jeho firma má v současné době od soudu zadány tři značně rozsáhlé kauzy, celkem jich odborníci ústavu do dnešního dne posoudili asi deset. »Myslím, že je to velmi vysoké číslo s ohledem na skutečnost, že v Česku bylo do dneška provedeno asi tři sta squeeze-outů,« říká Brabenec.

Jak paralyzovat firmu

Poptávka ze strany samotných akcionářů se ale v současné době spíše propadá. Jednoduše proto, že společnosti, které chtěly své menšinové podílníky vytěsnit, tak již učinily.

»Zpracovali jsme řádově tři desítky znaleckých posudků pro účely squeeze-outu. Ve většině případů jako znalec dokládající přiměřenost plnění,« konstatuje Jan Chromý, manažer znaleckého ústavu Tacoma. Ten zároveň přiznává, že nabídnuté ceny jsou mnohdy podhodnocené.

Na druhé straně jsou u těchto případů angažováni znalci, kteří nejsou schopni svou práci obhájit u následných soudů. »Klient, který měl v úmyslu "vydělat" na minoritních akcionářích, tak nakonec férovou cenu stejně nakonec doplatí po prohraném sporu. Nepočítaje v to vedlejší náklady sporu a ztrátu reputace,« dodává Chromý.

U některých malých akcionářů je ale těžké odlišit, zda se jen starají o svá práva, nebo zda jde o »vydírání«. Někteří jezdí po valných hromadách proto, aby hledali chyby v jejich průběhu, a usnesení napadají u soudu. »A pak se snaží mimosoudně dohodnout s firmou na tom, že od nich akcie odkoupí. To je zřejmě nejčastější forma nátlaku,« dává příklad Aleš Kubáč z advokátní kanceláře Ambruz & Dark.

Na prodeji pár kusů akcií s poměrně malou hodnotou je možné vydělat i statisíce. Loni bylo přitom v Česku podle databáze Čekie svoláno 2383 valných hromad, letos zatím 2209. A do konce roku se jich podle serveru valnehromady.cz bude konat ještě jednadvacet.

»Stále častěji se setkáváme se situacemi blokujících společníků, kteří prostřednictvím své kvalifikované minority zabraňují přijetí zásadních rozhodnutí společnosti, což ji může za určitých okolností podstatně paralyzovat,« popisuje David Neveselý z právní kanceláře Havel & Holásek. Nejčastěji se tak podle jejich zkušeností děje v několikaosobových »eseróčkách«, družstvech i akciovkách.

Zřejmě nejznámější český minoritní akcionář Aleš Hodina to ale odmítá s tím, že kvalifikovaná menšina sice může zásadní rozhodnutí odmítnout, takový je ale princip hlasování v akciových společnostech. Mezi akcionáři je podle něj třeba hledat konsenzus a ne se snažit »převálcovat« ty menší.

»Valná hromada je jediné místo, kde se akcionáři jako spoluvlastníci firmy mohou ptát na hospodaření a další záležitosti. Není to žádné protahování, natož blokování, ale standardní průběh valné hromady. Dobu, kdy se nikdo na nic neptal a všichni jen poslušně zvedali ruce, snad už máme za sebou,« konstatuje Hodina.

Podobně je tomu podle něj s napadením usnesení valné hromady u soudu. Jedná se o legitimní

právo spoluvlastníka firmy, který má pochybnosti o platnosti přijatého usnesení.

»Žaloba nezastaví chod firmy. Obecně se kdokoli v jakékoliv sporné záležitosti má právo obrátit na soud, to je základ právního státu. Činí tak navíc za své peníze. A pokud neuspěje, nese pochopitelně nemalé náklady soudního řízení,« říká Hodina.

Útěk do ciziny

S tím souhlasí i advokát Pavel Fabian. Poukazuje ale zároveň na jednu z dalších možností, která se objevuje v poslední době, jak právo minoritního akcionáře »zneužít«.

»Takových případů přibývá kvůli zostření konkurenčního boje. Často dochází k tomu, že konkurent firmy odkoupí akcie od původního minoritního akcionáře pouze proto, aby se dostal k důvěrným informacím či aby protahoval přijetí zásadního rozhodnutí,« popisuje praxi Fabian.

Pro napadenou společnost takový postup znamená komplikace. Někdy mohou být menší a řešitelné, jako například nezvolení členů dozorčí rady, ale může jít i o podstatné problémy typu neschválení fúze či rozdělení nebo úprav základního kapitálu.

»To může představovat skutečně zásadní ekonomické škody, a když nedojde ke schválení některých usnesení, může to společnost vehnat teoreticky až do likvidace,« konstatuje advokát David Neveselý.

Řešení není jednoduché ani pro jednu ze stran.

Některé firmy, a podle odhadů Davida Neveselého jsou takových desítky, se s tím ale nakonec vypořádají i tak, že své sídlo stanoví v jiné zemi.

Ve většině případů potom mají holding v Nizozemsku nebo v Lucemburku. Tam totiž na valnou hromadu dorazí jen málokdo...

Hana Filipová

**V případě, že koncern nabídne nízkou cenu, hodlají proti vytěsnění protestovat i malí akcionáři ArcelorMittal Ostrava.**

Autor/ři: Hana Filipová

Stránky projektu [iHNed.cz](http://iHNed.cz) připravuje [Economia OnLine](http://Economia OnLine). ISSN 1213-7693. [Kontakty](#).

Copyright © 1996-2006 [ECONOMIA a. s.](http://ECONOMIA a. s.), člen skupiny [Dow Jones - Handelsblatt](http://Dow Jones - Handelsblatt).

Autorská práva vykonává vydavatel. Jakékoliv šíření dat bez souhlasu vydavatele je zakázáno. Více informací [zde](#).

Economia Online je členem Sekce vydavatelů internetových titulů [UVDT](#). Informace o inzerci [zde](#).