



ČESKÁ REPUBLIKA

## ROZSUDEK JMÉNEM REPUBLIKY

Nejvyšší správní soud rozhodl v senátě složeném z předsedkyně JUDr. Ludmily Valentové a soudců JUDr. Lenky Matyášové a JUDr. Jakuba Camrdy v právní věci žalobce: **R. M.**, zast. JUDr. Vladimírem Kozelkou, advokátem se sídlem v Praze 1, Školská 28, proti žalovanému: **Česká národní banka**, se sídlem Praha 1, Na Příkopě 28, za účasti: ECKES & STOCK GmbH, se sídlem Ludwig-Eckes-Alle 6, 552 68 Nieder-Olm, SRN, v řízení o kasační stížnosti žalovaného proti rozsudku Městského soudu v Praze ze dne 26. ledna 2007, č. j. 5 Ca 166/2005 - 53,

**t a k t o :**

Rozsudek Městského soudu v Praze ze dne 26. ledna 2007, č. j. 5 Ca 166/2005 - 53, **se zrušuje** a věc **se vrací** tomuto soudu k dalšímu řízení.

### **O d ů v o d n ě n í :**

Výše uvedeným rozsudkem zrušil Městský soud v Praze (dále i jen „městský soud“) rozhodnutí prezidia Komise pro cenné papíry (dále i jen „prezidium Komise“) ze dne 9. 3. 2005, č. j. 10/NeO/1/2005/1. Tímto rozhodnutím byl zamítnut rozklad žalobce a potvrzeno rozhodnutí Komise pro cenné papíry (dále i jen „Komise“) č. j. 451N/1093/2004/1 ze dne 1. 12. 2004, kterým byla zamítnuta žádost žalobce o vydání rozhodnutí o uložení povinnosti akcionáři ECKES & STOCK, GmbH, učinit nabídku na odkoupení účastnických cenných papírů společnosti STOCK Plzeň, a. s., (dále jen „cílová společnost“) podle §183h odst. 1 zákona č. 513/1991 Sb., obchodního zákoníku (dále jen „obchodní zákoník“).

Proti rozsudku podala žalovaná Česká národní banka (dále jen „stěžovatel“) včas kasační stížnost z důvodu nezákonnosti spočívající v nesprávném posouzení právní otázky

podle § 103 odst. 1 písm. a) zákona č. 150/2002 Sb., soudního řádu správního (dále jen „s. ř. s.“) a z důvodu nepřezkoumatelnosti spočívající v nesrozumitelnosti rozhodnutí podle § 103 odst. 1 písm. d) s. ř. s., a to proti všem bodům výroku.

Důvodem pro zrušení rozhodnutí prezidia Komise byla, podle městského soudu, nepřezkoumatelnost a nesrozumitelnost rozhodnutí. S názorem městského soudu se stěžovatel neztotožňuje. S otázkou možnosti prodat akcie na veřejném trhu se podrobně vypořádalo jak rozhodnutí Komise (správního orgánu prvního stupně), tak rozhodnutí prezidia Komise o rozkladu. Žalobce ostatně ani tuto skutečnost nepopírá, namítá pouze, že neměl možnost akcie prodat za cenu, kterou považuje za přiměřenou. Argumentace odůvodnění obou rozhodnutí směřuje k jedinému zákonnému ustanovení, na základě kterého správní orgán musel žádost zamítnout.

Z rozhodnutí prezidia Komise je zřetelně patrný důvod zamítnutí žádosti žalobce. Po správním orgánu nelze požadovat stanovení tržní či jiné přiměřené ceny akcií. Zákon neukládá správnímu orgánu tržní (přiměřenou, spravedlivou apod.) cenu vůbec zkoumat, z obchodního zákoníku nelze takovou povinnost dovodit. Zkoumá se pouze, zda existovala či neexistovala možnost prodeje akcií na veřejném trhu a s touto otázkou se žalovaný vypořádal v odůvodnění svých rozhodnutí dostatečně. Právní závěr soudu, že správní orgán měl zkoumat cenu akcií ve vztahu k § 186a odst. 4 a § 183c odst. 3 obchodního zákoníku je nesprávný. V případě postupu podle § 186a obchodního zákoníku, na který soud odkazuje, dochází k určení ceny na základě znaleckého posudku předloženého cílovou společností. V dalších případech pořizuje takový posudek hlavní akcionář (§ 220p), navrhovatel povinné nabídky převzetí (§ 183c) apod. Zákon vždy upravuje postup zjištění ceny akcií přímo nebo odkazem. Při zjišťování podmínek pro uložení nabídky odkoupení v § 183h podobná úprava chybí, přestože pokud zákonodárce takovou konstrukci zamýšlel, snadno mohl na zjištění ceny podle § 186a odkázat, případně ji řešit odlišným způsobem. Namísto toho zákon na tomto místě o ceně nehovoří a zmiňuje pouze možnost cenné papíry prodat, na zjištění ceny podle § 186a pak odkazuje až v odstavci 4 pro případ, že k prodeji na trhu nemůže dojít a cenu je tedy nutné zjistit jinak než podle pravidel pro obchodování na tomto trhu předpokládaných v tehdy účinném § 25 zákona č. 214/1992 Sb., o burze cenných papírů.

Prezidium Komise tak nemělo jinou možnost, než v panujících podmínkách veřejného trhu posoudit situaci, kdy (i) akcie jsou na veřejném trhu obchodovány, (ii) je stanoveno pásmo pro obchodování, (iii) na veřejném trhu proběhly obchody a (iv) žalobce sám nepopírá, že měl možnost akcie prodat. Skutečnost, že by k prodeji dojít nemohlo, nebyla v řízení prokázána, a to ani z materiálů poskytnutých Burzou cenných papírů Praha, a. s., ani žalobcem, který takovou možnost nečiní spornou. Přestože obchodování bylo poznamenáno nízkou likviditou, možnost prodat akcie bylo možné posoudit pouze poté, co by se na trhu v cenovém rozpětí podle pravidel organizátora trhu (z hlediska zahraniční praxe zcela standardních), nedařilo prodejní pokyny uspokojovat. Hodnota akcií STOCK Plzeň, a. s., se dlouhodobě, byť s velmi omezenou likviditou, pohybovala zcela mimo cenu, za kterou se žalobce pokusil akcie prodat, z toho však nelze dovozovat, že by možnost prodeje neexistovala. Komise byla podle § 183h odst. 2 obchodního zákoníku povinna žádost zamítnout z důvodu možnosti prodeje na veřejném trhu. Z veřejných zdrojů je známa skutečnost, že akcie se do jejich přechodu na hlavního akcionáře

dne 13. 10. 2005 na veřejném trhu obchodovaly. Námitka, že existuje nebezpečí jejich vyloučení z trhu byla v době podání žádosti podložena pouze domněnkou žalobce.

Soudem zmiňované rozhodnutí Komise pro cenné papíry KCP/6/2003, ve kterém byl nařízen výkup z důvodu nelikvidity akcií, vychází ze zcela jiných skutkových okolností a není aplikovatelné na případ žalobce. V tehdejší případě účastník řízení učinil několik pokusů (12) akcie prodat na veřejném trhu a v uveřejněném cenovém pásmu. Kromě toho, v daném období neproběhl žádný obchod. Poté, co se žadateli prokazatelně a přes veškeré úsilí, které po něm bylo možné rozumně požadovat, prodej akcií na trhu nepodařil, Komise pro cenné papíry konstatovala, že prodej akcií není možný a rozhodla o tom, že se podmínka zamítnutí žádosti podle § 183h odst. 2 věta druhá obchodního zákoníku neuplatní, neboť ačkoliv jsou akcie přijaty na trhu, není reálně možné je prodat.

Nabídka převzetí v roce 2003 byla schválena při ceně 12 300 Kč za akcii, což je známo z veřejných zdrojů a ze správního spisu, nad rámec správního řízení lze dodat, že protiplnění po rozhodnutí valné hromady ze dne 15. 8. 2005 o přechodu akcií na hlavního akcionáře bylo schváleno za 13 072 Kč za jednu akcii, v obou případech na základě posudku znalce. Stěžovatel nemá informaci o tom, že by na základě žaloby některého z akcionářů soud označil tuto cenu za nepřiměřeně nízkou. Ve správním řízení o schválení nabídky převzetí i pozdějšího vytěsnění nebyl shledán důvod k pochybnostem o správnosti posudkem určené ceny. Sám žalobce uvádí, že teoreticky bylo možné akcie prodat na trhu v pásmu 11 000 Kč až 12 000 Kč, s čímž se stěžovatel ztotožňuje. Ustanovení § 183h obchodního zákoníku má chránit akcionáře před defektem trhu, nikoliv však samotný trh nahrazovat v případě, že minoritní akcionáři nejsou spokojeni s cenou, kterou by na trhu dosáhli. Tržní cena a přiměřená hodnota jsou odlišné pojmy. Nelze pominout skutečnost, že na trhu s cennými papíry dochází ke značným výkyvům, které zřídka odrážejí skutečnou hodnotu obchodovaných cenných papírů, a to i při vysoké likviditě titulu. Tržní cena je tvořena nabídkou a poptávkou, je třeba mít na zřeteli, že k zájmu investorů o investiční nástroje přistupují i další faktory nezávislé na vnitřní hodnotě nástroje, jako je například očekávání investorů. Ceny na kapitálových trzích se vytvářejí na základě nabídky a poptávky, o níž se předpokládá, že ve výsledku vytváří kurs odpovídající „fundamentální“ hodnotě akcií. Tento závěr je předmětem teoretických diskusí a i když převažuje názor, že v dlouhodobém horizontu je správný, krátkodobé a střednědobé odchylky nejsou vyloučené, což připouštějí i zastánci tzv. Efficient Market Hypothesis.

Je mylné a nebezpečné pouze na základě neuspokojivé ceny na trhu nařizovat majoritnímu akcionáři výkup akcií za ceny, o kterých se akcionáři domnívají, že odpovídají hodnotě investice. Tento závěr by před orgán dohledu nad kapitálovým trhem postavil úlohu cenové regulace, která trh s investičními nástroji deformuje a ve srovnání s praxí na zahraničních trzích by byl takový postup raritou.

Rozhodnutí o uložení povinnosti majoritnímu akcionáři nabídnout ostatním akcionářům odkoupení akcií je rovněž zásahem do jeho práv a správní orgán musí dbát na princip proporcionality. Nelze pominout skutečnost, že majoritní akcionář splnil veškeré povinnosti, které mu z titulu jeho postavení ve společnosti vyplývaly. Pokud by byly obavy žalobce ze ztráty možnosti prodat akcie na veřejném trhu podložené, mohl využít nabídky převzetí a pokud tak neučinil a spoléhal na dosažení vyšší ceny, musí nutně nést

riziko, že se mu na trhu nepodaří zcizit akcie za cenu uvedenou v nabídce převzetí. Dodatečné uložení povinnosti k výkupu akcií po nabídce převzetí by nebylo rozhodnutím správným, jak předpokládal § 3 odst. 4 tehdy účinného zákona o správním řízení, a jak vyplývá z předcházející argumentace, ani rozhodnutím zákonným. Důvodová zpráva k novele obchodního zákoníku zavádějící ustanovení § 183h uvádí, že cílem ustanovení je chránit minoritu a závažným důvodem nařízení odkupu je zejména zneužití postavení majoritního akcionáře, ke kterému nedošlo a nebylo ani namítáno. Ačkoliv to není z odůvodnění rozhodnutí patrné a stěžovatel trvá na svém názoru, že je tato úvaha pro úplnost odůvodnění rozhodnutí nadbytečná, neboť cena tvrzená žalobcem je zjevně mimo rámec hodnoty akcií, případně tržního cenového pásma, je nutné rozhodnutí posuzovat i z tohoto úhlu pohledu.

Městský soud dle stěžovatele nesprávně hodnotil právní otázku rozsahu dokazování a rozsahu povinnosti správního orgánu vypořádat se s námitkami žalobce. Rozhodnutí soudu je kromě toho nesrozumitelné v otázce náležitého vypořádání se s námitkami žalobce a tyto vady způsobily nezákonnost rozhodnutí soudu. Z důvodů výše uvedených navrhuje stěžovatel napadený rozsudek zrušit a věc vrátit městskému soudu k dalšímu řízení.

Žalobce se ke kasační stížnosti vyjádřil dne 20. 3. 2007. Ve vyjádření namítal, že podstata pochybení stěžovatele při právním posuzování má počátek již v tom, že odmítá připustit, že prodejní cena je podstatnou otázkou při posouzení, zda situace na veřejném trhu umožňuje akcie kdykoliv prodat (§ 183h odst. 2 obchodního zákoníku). Bez uvedení ceny nemá, podle něj, pojem „prodej“ (stejně jako pojem „koupě“) žádný smysl. Neoddělitelnou součástí prodeje je vždy cena, a to i bez toho, aby to v zákoně bylo výslovně uvedeno. Nadto zákon v souvislosti s prodejem akcií jasně odkazuje na cenu, a to v odstavci čtvrtém § 183h obchodního zákoníku, kde je určena cena v nabídce na odkoupení. Na základě toho, že ve druhém odstavci se o ceně za akcie výslovně nehovoří, nelze dovodit, že cena, kterou je možné dosáhnout prodejem akcií na veřejném trhu, je zcela irelevantní, neboť takový výklad ochranný účel § 183h obchodního zákoníku dokonale maří. Každou akcií lze totiž prodat (byť za symbolickou cenu), a kdyby nebyla při posouzení § 183h odst. 2 obchodního zákoníku otázka ceny akcií důležitá, tak by § 183h obchodního zákoníku neměl žádný význam. Je zřejmé, že cena za kterou lze akcie na veřejném trhu prodat, je z pohledu ochrany menšinových akcionářů jediným podstatným kritériem, na základě kterého se rozhodují, zda požádají Komisi pro cenné papíry (nyní Českou národní banku) o ochranu. Podle důvodové zprávy je účelem § 183h obchodního zákoníku ochrana menšinových akcionářů.

Stěžovatel pomíjí ochranný účel institutu nabídky na odkoupení, jestliže při posouzení možnosti „kdykoliv prodat akcie na veřejném trhu“ současně odmítá posoudit otázku ceny. Podle důvodové zprávy mohla Komise uložit hlavnímu akcionáři učinit nabídku na odkoupení kdykoliv (při splnění v zákoně uvedených podmínek). Kdyby byl správný názor stěžovatele, že prodejní cena akcií je bezvýznamná, nebylo by možné uložit hlavnímu akcionáři nabídku na odkoupení nikdy, neboť prodat akcie za symbolickou cenu je možné vždy.

Je tedy namístě přisvědčit názoru vyslovenému v odůvodnění napadeného rozsudku, že teprve po jednoznačném určení relevantní ceny lze dospět k závěru, zda je prodej akcií na veřejném trhu kdykoliv možný či nikoliv.

V rámci cenového pásma, které bylo pro předmětné akcie stanoveno Burzou cenných papírů Praha (BCPP), ale ve kterém se po dlouhou dobu akcie neobchodovaly (podle informací žalobce nejméně 6 měsíců před jeho žádostí se předmětné akcie neobchodovaly vůbec; podle Komise i prezidia Komise byly v roce 2004 uskutečněny pouhé dva obchody s jednotkami kusů akcií aniž by byl vysloven přesný termín obchodu) žalobce své akcie prodat nechtěl, což ve správním řízení od samého počátku jasně uváděl.

Komise pro cenné papíry v rámci správního řízení vyzvala žalobce přípisem ze dne 2. 9. 2004, aby prokázal, že jeho akcie není možné kdykoliv prodat na veřejném trhu, avšak ve své výzvě se vyhnula tomu, aby řekla za jakou cenu. Až ve svém rozhodnutí ze dne 1. 12. 2004, kterým žádost žalobce zamítla, se zmiňovala o tom, že žalobce měl zadat prodejní pokyn uvnitř daného burzovního cenového pásma. Argumentace rozhodnutí Komise, kterým žádost žalobce zamítla, jakož i argumentace v rozhodnutí jejího Prezidia postrádá srozumitelnost. Jestliže se žalovaný domnívá, že při posuzování možnosti prodat akcie na veřejném trhu na prodejní ceně nezáleží, pak není z argumentace Komise ani jejího Prezidia v rozhodnutí jasné, proč měl žalobce zadat prodejní pokyn za cenu právě uvnitř burzovního cenového pásma, ve kterém se předmětné akcie neobchodovaly a jehož rozpětí mělo toliko historické a náhodné důvody. Jestliže obchodování s akciemi neprobíhá a trh je defektní jako v tomto případě, cenové pásmo je neměnné (avšak rozhodně nelze říci, že vyjadřuje tržní hodnotu akcií, neboť žádné obchody neprobíhají). Z názoru stěžovatele, že při posouzení možnosti prodeje akcií na veřejném trhu je cena irelevantní, dále plyne, že kdyby se žalobci nepodařilo prodat akcie v rámci burzovního cenového pásma, takže má žalobce dále jdoucí povinnost snižovat prodejní cenu až k ceně 0 Kč za jednu akcii a až poté může správní orgán nařídit nabídku na odkoupení, a to za cenu stanovenou podle § 186a obchodního zákoníku. Z uvedeného je zřejmé, že výklad zákona provedený stěžovatelem je z pohledu ochranné funkce institutu nabídky na odkoupení ad absurdum a není správný.

Správní orgán v řízení zjistil, že regulérní obchodování s předmětnými akciemi neprobíhá, což vyplývá z obsahu podaného vyjádření k žalobě (bylo uvedeno, že s akciemi byly uskutečněny v celém roce 2004 pouhé dva obchody s jednotkami kusů akcií). Žalobce vlastnil více než 5000 kusů předmětných akcií. Takové množství akcií se na veřejném trhu v posledních několika letech neobchodovalo ani jednou (neřku-li kdykoliv obchodovalo, jak to vyžaduje § 183h odst. 2 obchodního zákoníku). Při objektivním posouzení tedy z povahy obchodu na veřejném trhu jednoznačně vyplývalo, že žalobce na veřejném trhu více než 5000 kusů předmětných akcií kdykoliv prodat nemohl (ačkoliv nebylo možné vyloučit, že by k prodeji 5000 kusu akcií v konkrétním případě dojít mohlo, např. kdyby si majoritní akcionář všiml, že tak velké množství akcií lze nabýt za diskontní cenu).

Veřejný trh v okamžiku podání žádosti o nařízení povinnosti učinit nabídku na odkoupení nebyl schopen vygenerovat jakoukoliv tržní cenu (na základě pouhých dvou obchodů na veřejném trhu v celém roce 2004, kdy se převedly jen jednotky kusů akcií, nelze hovořit o tržní ceně akcií. Regulérní obchodování neprobíhalo a žádná tržní cena

akcií neexistovala (existovalo pouze historické burzovní cenové pásmo) a právě na tyto případy nepochybně cílí ustanovení § 183h obchodního zákoníku. Podobná praxe tzv. „cenové regulace“ (tj. určení spravedlivé ceny v odkupu za zvláštních podmínek vysokého majetkového podílu majoritního akcionáře ve společnosti, jejíž akcie jsou registrované na veřejném trhu) je v zahraničí nejen zcela běžná, nýbrž dokonce je součástí evropské legislativy, která je pro ČR závazná (tzv. právo sell-out). Žalobce odkázal i na rozhodnutí Komise Rs KCP/6/2003.

Kdyby bylo v souladu se zákonem přenést na žadatele důkazní břemeno, zda je kdykoliv možné prodat akcie na veřejném trhu, a k tomu by byl správný názor stěžovatele, že nezáleží na tom, za jakou cenu se akcie prodají, tak než by žadatel mohl požádat o nařízení nabídky na odkoupení, musel by nejprve prodat své akcie na veřejném trhu za diskontní cenu, čímž by se nabídka na odkoupení ve většině případů nařídila nemusela, protože „problém“ by se vyřešil sám od sebe. Absurdnost takového výkladu zákona je však podle názoru žalobce zjevná.

Je tedy správný názor městského soudu, uvedený v odůvodnění jeho rozsudku (str. 12 zdola a str. 13 shora): „Znění ustanovení odst. 2, i s ohledem na větu první, pro závěr o důkazním břemenu žadatele nesvědčí. Zřejmě tedy nelze žádost zamítnout s tím, že žadatel možnost prodeje neprokázal, ale pro posouzení možnosti prodeje je zapotřebí vzít v úvahu i další správním orgánem zjištěné skutečnosti...“.

K tvrzení stěžovatele o tom, že námitka žalobce o existenci nebezpečí vyloučení akcií z trhu byla v době podání žádosti podložena pouhou domněnkou a že nebylo nutné se s námitkou podrobněji a nad rámec odůvodnění na str. 3 a souvisejícího odůvodnění na str. 2 rozhodnutí o rozkladu vypořádávat, žalobce uvádí, že v době podání žádosti bylo nutné s odkazem na § 48 odst. 2 zák. č. 256/2004 Sb. vycházet z toho, že BCPP může předmětné akcie kdykoliv vyloučit z obchodování. To znamená, že existence nebezpečí, že předmětné akcie mohou být organizátorem veřejného trhu z obchodování kdykoliv vyloučeny, nebyla podložena pouhou domněnkou žalobce, nýbrž platnou právní úpravou a proto skutečností ve smyslu § 183h odst. 2 písm. d) obchodního zákoníku. Žalobci tedy reálně hrozilo, že jeho akcie ztratí status veřejné obchodovatelnosti bez jakéhokoliv odškodnění, ač zákon v těchto případech odškodnění předpokládá (§ 186a odst. 1 obchodního zákoníku). Z důvodu uvedených výše je zřejmé, že stěžovatel se měl touto skutečností zabývat, když navíc možnost vyloučení akcií z veřejného trhu připustil (rozhodnutí Prezidia Komise pro cenné papíry ze dne 9. 3. 2005 str. 3 nahoře).

S názorem stěžovatele, že cena tvrzená žalobcem byla zjevně mimo rámec hodnoty akcií, případně tržního cenového pásma, žalobce nesouhlasí. Majoritní akcionář nabyt ve veřejné dražbě v relevantním období několik kusů akcií za cenu v přepočtu 23 500 Kč za jednu akcii. Zákon na tento případ pamatuje a určuje, že cena v nabídce na odkoupení nesmí být nižší, než je cena, za kterou koupil akcie majoritní akcionář, snižena o 15%. Znalecké posudky na hodnotu akcií, které byly vyhotoveny na objednávku a za peníze majoritního akcionáře, znalcem vybraným majoritním akcionářem, zpravidla nejsou objektivní. Přední světová kapacita v oblasti oceňování podniků prof. Aswath Damodaran (Stern School of Business, u New York University) k tomu uvádí: „Oceňování je vždy zaujaté, otázkou je jen jak moc a jakým směrem. Směr a rozsah předpojatosti závisí úměrně

na tom, kdo znalce platí a kolik mu platí“. V rámci správního řízení předložil žalobce znalecký posudek soudní znalkyně Ing. P.-H. CSc., kterým byla odhadnuta hodnota předmětných akcií v rozpětí 21 724 Kč/akcii až 24 272 Kč/akcii. Tato hodnota byla plně potvrzena tím, že hlavní akcionář předmětné akcie za cenu odpovídající této hodnotě skutečně nabyl, a to až po vyhotovení posudku, takže nelze říci, že znalkyně mohla být proběhnutším obchodem ovlivněna. Ze všech uvedených důvodů žalobce navrhl kasační stížnost jako nedůvodnou zamítnout.

Ze spisového materiálu pro Nejvyšší správní soud vyplynuly tyto skutečnosti:

Žalobce podal Komisi pro cenné papíry dne 11. 8. 2004 žádost o uložení povinnosti akcionáři ECKES & STOCK GmbH učinit nabídku na odkoupení akcií podle § 183h odst. 1 obchodního zákoníku. Žádost odůvodnil tím, že předmětné akcie se obchodují na Burze cenných papírů jen sporadicky, burzovní kurz neodráží jejich hodnotu, menšinová akcionáři nemají možnost realizovat prodej na veřejném trhu za cenu odpovídající jejich hodnotě. Dne 12. 3. 2004 nabyly osoby jednající ve shodě s majoritním akcionářem v rámci veřejné dražby 3098 kusů akcií za cenu 23 500 Kč za jednu akcii. Podle § 183h odst. 4 obchodního zákoníku v návaznosti na § 186a odst. 4 a s tím související § 183c obchodního zákoníku cena dosažená dne 12. 3. 2004 snižena o 15% odpovídá ceně pro nabídku odkoupení. Žalobce žádal o uložení povinnosti majoritnímu akcionáři učinit nabídku na odkoupení za uvedenou cenu. K žádosti se vyjádřila společnost STOCK Plzeň, a. s. (podání ze dne 25. 8. 2004). Uvedla, že likvidita akcií je konstantní již více jak dva roky, odpovídá počtu akcií ve vlastnictví drobných akcionářů a specifičnosti techniky obchodování s nimi, možnost bezproblémového prodeje většího počtu akcií potvrzuje prodej, který se uskutečnil dne 12. 3. 2004 za tržní cenu převyšující však reálnou hodnotu akcií (cena 23 500 Kč zahrnovala nevyplacené dividendy ve výši 3255 Kč). Dále uvedla, že předmětné akcie jsou dostatečně likvidní a je možné je kdykoliv prodat na veřejném trhu. O to se však žalobce ani nepokusil. Žádost žalobce označil jako účelovou, vedenou snahou vynutit si odkup na úkor majoritního vlastníka. K žádosti se vyjádřila i společnost ECKES & STOCK, GmbH (podání ze dne 1. 9. 2004), která zejména uvedla, že akcie jsou na veřejném trhu kdykoli obchodovatelné, společnost pověřila obchodníka s cennými papíry, aby v případě odpovídající nabídky získal další akcie cílové společnosti. Není známo, že by se žalobce pokusil na veřejném trhu akcie prodat. Žalobci společnost dala nabídku na odkoupení akcií za tržní cenu podle znaleckých posudků, to žalobce odmítal. Návrh učinil v očekávání, že získá cenu, za kterou byly prodány nevyzvednuté akcie akcionářů v březnu 2004. Tato cena není však ryzí tržní cenou, zahrnuje částku nevyplacených dividend a neopírá se o aktuální a předpokládané budoucí hospodářské výsledky cílové společnosti. Cílová společnost i majoritní akcionář navrhli zamítnutí návrhu.

Výzvou ze dne 2. 9. 2004 byl žalobce Komisí pro cenné papíry vyzván k předložení dokladu o tom, že neúspěšně vyvinul aktivitu směřující k prodeji předmětných akcií prostřednictvím regulovaného trhu (§ 183h odst. 2 obchodního zákoníku). K této výzvě žalobce doložil kopii Pokynu k obstarání obchodu cennými papíry s dobou platnosti od 16. 9. do 15. 10. 2004, jímž nabízel akcie k prodeji za cenu 19 975 Kč, a podrobně zdůvodnil výši této ceny. Společnost ECKES & STOCK, GmbH, ve svém dalším vyjádření ze dne 29. 10. 2004 zejména namítla, že žalobce k doložení nemožnosti prodeje předložil pouze jeden pokyn k obstarání prodeje zadaný až po výzvě Komise, cena 19 975 Kč není

přiměřená hodnotě akcií, je mimo jejich tržní hodnotu a nelze ji považovat za cenu, která by odrážela aktuální cenu poptávky. Žalobce pak ve svém vyjádření ze dne 27. 10. 2004 namítl, že cílová společnost i osoba jí ovládající ve svých stanoviscích vyvrací tvrzení žalobce o nedostatečné likviditě akcií poukazem na prodej uskutečněný dne 12. 3. 2004, ten však nebyl obchodem na veřejném trhu, ale obchodem přímým, z jeho uskutečnění tedy nelze usuzovat na dostatečnou likviditu akcií. Situace, že BCPP vyloučí akcie z obchodování, může tedy kdykoli nastat a je závažným důvodem pro uložení povinnosti podle § 183h obchodního zákoníku. K dalšímu tvrzení uvedených společností, že obchod dne 12. 3. 2004 se uskutečnil za tržní cenu převyšující reálnou hodnotu akcií, žalobce uvedl, že dle jeho názoru je hodnota akcií výrazně vyšší než cena, za kterou je eventuálně lze prodat na veřejném trhu, má být doložena znaleckým posudkem. Žalobce poukázal na znalecké posudky znalců Ing. P. a Ing. V., a uvedl důvody, pro které posledně uvedený znalecký posudek považuje za nesprávný.

Komise pro cenné papíry rozhodnutím ze dne 1. 12. 2004 žádost žalobce o vydání rozhodnutí o uložení povinnosti učinit nabídku na odkoupení předmětných akcií zamítla z důvodů v rozhodnutí uvedených. V rozkladu žalobce uplatnil důvody obdobné jako poté v žalobě a rovněž namítl, že Komise (prvostupňový správní orgán) se s jeho hlavními argumenty uplatněnými ve správním řízení nevypořádala. Odvolací orgán (v té době Prezidium Komise pro cenné papíry) napadeným rozhodnutím rozklad zamítl a prvostupňové rozhodnutí potvrdil. Proti rozhodnutí o rozkladu podal stěžovatel žalobu k městskému soudu. Městský soud napadené rozhodnutí prezidia Komise pro nepřezkoumatelnost a nesrozumitelnost zrušil. Prezidium Komise se podle názoru soudu dostatečně nevypořádalo s argumentací žalobce, zejména srozumitelně a s odkazem na příslušná zákonná ustanovení nezdůvodnilo svůj závěr, že situace na regulovaném trhu prodej akcií umožňuje. Z odůvodnění rozhodnutí není zřejmé, za jakou cenu musí být dle mínění správního orgánu dána možnost akcie na regulovaném trhu kdykoli prodat, aby nedošlo k naplnění podmínky pro zamítnutí žádosti stanovené v §183h odst. 2 věty druhé obchodního zákoníku. Druhým důvodem zrušení rozhodnutí pak byla skutečnost, že se prezidium Komise nevypořádalo v rozhodnutí o rozkladu s žalobcem tvrzeným nebezpečím, že akcie budou z důvodu nízké likvidity vyloučeny z obchodování na veřejném trhu.

Podle obsahu rozhodnutí Komise pro cenné papíry jako prvostupňového správního orgánu ze dne 1. 12. 2004 č. j. 45/N/1093/2004/11 rozhodla Komise jako orgán státního dozoru nad plněním povinností stanovených zákonem č. 513/1991 Sb. podle § 7a zákona o Komisi. Tímto zákonem je zákon č. 15/1998 Sb., o Komisi pro cenné papíry a o změně a doplnění dalších zákonů, nyní o dohledu v oblasti kapitálového trhu a o změně a doplnění dalších zákonů. Nejvyšší správní soud vychází z tohoto zákona v jeho znění v době vydání rozhodnutí prezidia Komise, to je 9. 3. 2005 (vzhledem k § 75 odst. 1 s. ř. s., podle něhož při přezkoumání rozhodnutí vychází soud ze skutkového a právního stavu, který tu byl v době rozhodování správního orgánu). Citovaným zákonem byla zřízena Komise jako správní úřad pro oblast kapitálového trhu. Posláním Komise bylo posilovat důvěru investorů a emitentů investičních nástrojů v kapitálový trh. Cílem Komise bylo přispívat k ochraně investorů a k rozvoji kapitálového trhu a podporovat osvětu v této oblasti. Podle § 3 odst. 1, písm. a) a b) citovaného zákona Komise vykonávala státní dozor v rozsahu stanoveném tímto zákonem a zvláštními zákony, a rozhodovala o právech,

právem chráněných zájmech a povinnostech právnických a fyzických osob, pokud tak stanoví tento zákon nebo zvláštní zákony. Podle § 7a odst. 1 státnímu doзору Komise podléhalo plnění povinností stanovených obchodním zákoníkem a zákonem o podnikání na kapitálovém trhu, mimo jiné, a) při úpravě nabídky převzetí a v případech, kdy se použijí obdobně či přiměřeně ustanovení o nabídce převzetí, c) v souvislosti s nabýváním vlastních akcií akciovou společností nebo jí ovládanou osobou.

Podle ustanovení § 183h odst. 1 obchodního zákoníku ve znění platném v rozhodné době, Komise mohla na žádost menšinového akcionáře uložit akcionáři nebo akcionářům jednajícím ve shodě povinnost učinit nabídku na odkoupení účastnických cenných papírů cílové společnosti od menšinových akcionářů jestliže byly splněny podmínky v tomto ustanovení uvedené. Ze znění tohoto ustanovení tedy vyplývalo, že Komise byla oprávněna autoritativně rozhodnout o povinnosti učinit nabídku na odkoupení účastnických cenných papírů cílové společnosti od menšinových akcionářů. Tento zásah Komise do práv a povinností akcionářů byl výkonem státního doзору a sledoval ochranu práv menšinových akcionářů. Jestliže Komise zjistila splnění podmínek a uložila povinnost učinit nabídku na odkoupení účastnických cenných papírů cílové společnosti od menšinových akcionářů, pak tato nabídka nemohla směřovat pouze vůči menšinovému akcionáři, který podal u komise žádost, ale musela být adresována všem zbývajícím akcionářům cílové společnosti. Rozhodnutí Komise podle § 183h odst. 1 obchodního zákoníku ve znění platném v rozhodné době, bylo rozhodnutím vydaným v oblasti veřejné správy orgánem moci výkonné, regulujícím veřejnoprávní ochranu akcionářů na kapitálovém trhu. Např. i zvláštní senát zřízený podle zákona č. 131/2002 Sb., o rozhodování některých kompetenčních sporů rozhodl dne 1. 10. 2008 pod sp. zn. Konf 3/2007 tak, že přezkoumat rozhodnutí Prezidia Komise pro cenné papíry ze dne 11. 5. 2005, č. j. 10/NeO/5/2005/1, jímž bylo potvrzeno (v upraveném znění) rozhodnutí Komise pro cenné papíry ze dne 24. 2. 2005, č. j. 45/N/4/2005/3, kterým byla zamítnuta žádost o udělení souhlasu s obsahem dobrovolné nabídky převzetí podle § 183e odst. 7 obchodního zákoníku a podle § 183e odst. 10 písm. a) a b) obchodního zákoníku byla zakázána nabídka převzetí určená vlastníkům účastnických cenných papírů společnosti ..., přísluší soudu ve správním soudnictví. Vzhledem k tomu, že podle § 183h odst. 4 obchodního zákoníku pro nabídku na odkoupení platilo přiměřeně ustanovení o nabídce převzetí s tím, že pro stanovení ceny se použilo obdobně ustanovení § 186a odst. 4 obchodního zákoníku, je použitelné v daném případě i výše citované rozhodnutí zvláštního senátu zřízeného podle zákona č. 131/2002 Sb.

Nejvyšší správní soud má tedy za to, že v daném případě o žalobě žalobce správně rozhodl Městský soud v Praze podle soudního řádu správního (zákon č. 150/2002 Sb.), tedy soud ve správním soudnictví.

Proti rozsudku městského soudu podal stěžovatel včas kasační stížnost z důvodu nezákonnosti spočívající v nesprávném posouzení právní otázky uvedeném v § 103 odst. 1 písm. a) „s. ř. s.“ a z důvodu nepřezkoumatelnosti spočívající v nesrozumitelnosti rozhodnutí dle § 103 odst. 1 písm. d) s. ř. s., a to proti všem bodům výroku.

Předně je třeba posoudit námitku nepřezkoumatelnosti, neboť při její důvodnosti by bylo třeba napadený rozsudek zrušit, aniž by bylo možno zkoumat důvodnost námitek

dalších. Nepřezkoumatelným je rozhodnutí nesrozumitelné nebo nedostatečně odůvodněné. Stěžovatel se výslovně dovolává nepřezkoumatelnosti z důvodu nesrozumitelnosti.

Za rozhodnutí nepřezkoumatelné pro nesrozumitelnost ve smyslu § 103 odst. 1 písm. d) s. ř. s. lze považovat zejména rozhodnutí postrádající základní zákonné náležitosti, z něhož nelze seznat, o jaké věci bylo rozhodováno či jak bylo rozhodnuto, zkoumající správní úkon z jiných než žalobních důvodů (pokud by se nejednalo o případ zákonem předpokládaného přezkumu mimo rámec žalobních námitek), rozhodnutí jehož výrok je v rozporu s odůvodněním, rozhodnutí neobsahující vůbec právní závěry vyplývající z rozhodných skutkových okolností, nebo jehož důvody nejsou ve vztahu k výroku jednoznačné. Takové nedostatky Nejvyšší správní soud v napadeném rozsudku neshledal.

Dle stěžovatele trpí nepřezkoumatelností ta část rozsudku, kde soud shledal důvodnou námitku žalobce, dle které se prezidium Komise v rozhodnutí nevypořádalo s námitkou, zda existuje obava z vyloučení akcií z obchodování na veřejném trhu. Stěžovatel má za to, že prezidium Komise nebylo povinno se předmětnou námitkou zabývat. Tento důvod by bylo na místě zkoumat až poté, kdyby příslušný správní orgán mohl přisvědčit žalobci, že prodej akcií nebyl možný. Stěžovatel kritizuje postup městského soudu, který výše uvedenou námitku žalobce shledal bez podrobnějšího odůvodnění důvodnou, a to s odkazem na v podstatě shodnou argumentaci v rozhodnutí o rozkladu, kde ji prezidium Komise pro cenné papíry jako neopodstatněnou odmítlo.

V napadené části rozsudku městský soud uvedl, „důvodná je rovněž žalobní námitka, že odvolací orgán se náležitě nevypořádal s podaným rozkladem ani pokud jde o žalobcem tvrzené nebezpečí, že akcie budou z důvodu nízké likvidity vyloučeny z obchodování na veřejném trhu (dle žalobce jde o další závažnou skutečnost ve smyslu § 183h odst. 1 písm. d) obchodního zákoníku). To však nemělo podstatný vliv na rozhodnutí správního orgánu za situace, kdy shledal důvod pro zamítnutí žádosti stanovený v § 183h odst. 2 obchodního zákoníku.“

Z výše uvedeného textu rozsudku je zřejmé, že městský soud přisvědčil žalobci, pokud tento tvrdil, že se prezidium Komise nevypořádalo s námitkou možného vyloučení akcií z obchodování na veřejném trhu. Současně tuto vadu shledal nezpůsobilou ovlivnit zákonnost napadeného rozhodnutí, a to právě z důvodů aplikace ustanovení § 183h odst. 2 obchodního zákoníku. Takovéto posouzení městského soudu je v souladu se zásadami soudního přezkumu a nelze tak souhlasit se stěžovatelem, který jej považoval za nesrozumitelné. Městský soud při posuzování předmětné žalobní námítky tak nejprve zkoumal oprávněnost námítky, a za situace, kdy shledal v napadeném rozhodnutí namítané pochybení, posuzoval, zda mělo vliv na zákonnost rozhodnutí.

Jinou konkretizaci namítané nepřezkoumatelnosti stěžovatel v kasační stížnosti neuvádí. Nejvyšší správní soud tak uzavírá, že napadený rozsudek nepřezkoumatelností ve smyslu ustanovení § 103 odst. 1 písm. d) s. ř. s. netrpí.

Dále se Nejvyšší správní soud zabýval posouzením, zda se městský soud dopustil vytýkaného nesprávného právního posouzení podle § 103 odst. 1 písm. a) s. ř. s.

Správní orgán rozhodující o rozkladu žalobce proti rozhodnutí Komise a to prezidium Komise podle názoru městského soudu dospěl nesprávně k závěru, že situace na regulovaném trhu prodej akcií umožňuje, respektive tento svůj závěr nedostatečně odůvodnil a z odůvodnění vydaného rozhodnutí není zřejmé, za jakou cenu musí být podle mínění správního orgánu dána možnost akcie na regulovaném trhu kdykoliv prodat. S těmito závěry městského soudu stěžovatel nesouhlasí. Při posouzení kasačních námitek stěžovatele vycházel Nejvyšší správní soud z rozhodnutí správního orgánu, tedy z rozhodnutí Komise i z rozhodnutí prezidia Komise.

O žádosti žalobce rozhodla Komise rozhodnutím ze dne 1. 12. 2004 a v odůvodnění rozhodnutí podrobně popsala průběh správního řízení a uvedla, že shledala splnění podmínek uvedených v § 183h odst. 1 písm. a), b) a c) obchodního zákoníku, avšak neshledala splnění podmínky stanovené pod písm. d) tohoto zákonného ustanovení, to je existenci závažných skutečností, které uložení povinnosti odůvodňují. Za tyto skutečnosti účastník považoval úplnou nelikviditu akcií na veřejném trhu, s tím související hrozbu jejich vyřazení z obchodování na regulovaném trhu a dále to, že burzovní pásmo, v němž eventuálně lze akcie prodat, neodpovídá jejich hodnotě. K prvnímu uvedenému důvodu Komise konstatovala, že je jí známo, že s předmětnými akciemi se na regulovaném trhu obchoduje minimálně. Žalobce však neprokázal, že je není možné na regulovaném trhu prodat, neboť doložil pouze jeden pokyn k prodeji na tomto trhu s cenovým limitem 19 975 Kč za situace, kdy tržní cena na tomto trhu činila cca 11 800 Kč. S poukazem mimo jiné na to, že šlo o objednávku s limitní cenou, která výrazně převyšuje kurz z předchozího burzovního dne, Komise dovozovala, že obchod nemohl proběhnout. Uzavřela, že nešlo o reálné a efektivní učinění nabídky na prodej, v případě zadání reálného pokynu k prodeji v rámci cenového pásma lze předpokládat možnost prodeje akcií (vzhledem k prohlášení majoritního akcionáře ohledně zájmu o koupi akcií). Tuto možnost však účastník neověřil. Žalobce podle ní neprokázal, že situace na regulovaném trhu neumožňovala akcie cílové společnosti kdykoliv prodat. Komise v odůvodnění svého rozhodnutí velmi podrobně popisovala způsob obchodování s akciemi cílové společnosti zařazenými do 2. obchodní skupiny na BCPP. Pokud byla, podle ní, do AOS vložena objednávka na prodej s limitní cenou, která výrazně převyšovala kurz z předchozího burzovního dne, byla vně povoleného rozpětí, v systému nebyly vloženy takové objednávky, které by mohly být spárovány s touto objednávkou, pak nemohl s daným cenným papírem proběhnout žádný obchod a nebyla stanovena aukční cena, přičemž žádný z ostatních účastníků obchodování nemohl z AOS ani kurzovního lístku získat informaci o tom, že taková objednávka byla do systému vložena. K žalobcem namítané hrozbě vyřazení akcií z obchodování na regulovaném trhu Komise uvedla, že toto riziko nelze označit za závažnou skutečnost podle § 183h odst. 1 písm. d) obchodního zákoníku zejména proto, že situace na regulovaném trhu odpovídá specifickému způsobu obchodování s listinnými cennými papíry a je obdobná již od uskutečnění přeměny podoby cenných papírů ze zaknihované na listinnou (tj. od listopadu 2002), přičemž Komisi nejsou známy informace nasvědčující záměru BCPP vyloučit akcie z obchodování na jí organizovaném regulovaném trhu. K dalšímu žalobcem tvrzenému důvodu, tj. tomu, že burzovní pásmo, v němž lze akcie event. prodat, neodpovídá jejich hodnotě, Komise uvedla, že hodnota uváděná žalobcem je subjektivní hodnotou, kterou akciím přisuzuje žalobce sám, nelze ji bez dalšího považovat za tržní cenu, resp. objektivní hodnotu. Cena dosažená při veřejné soutěži v souvislosti s

prodejem nepřevzatých listinných akcií v návaznosti na změnu podoby akcií, rovněž nemůže být považována za tržní cenu, vyjadřuje totiž hodnotu prodávaného balíku akcií pro majoritního akcionáře a může být ovlivněna samotným způsobem prodeje (veřejná soutěž). Ke znaleckému posudku Ing. P. o stanovení ceny akcie ke dni 31. 12. 2002 ve výši až 24 272 Kč, jímž žalobce dokládal hodnotu akcií, uvedla Komise, že jde o posudek neaktuální, na jeho základě nelze aktuální hodnotu akcií stanovit. Ve vztahu k rozdílu mezi cenou stanovenou tímto znaleckým posudkem a cenou, za níž byla v březnu 2003 učiněna nabídka převzetí, a k výhradám žalobce ke znaleckému posudku Ing. V., jímž byla doložena přiměřenost ceny v této nabídce převzetí, Komise poukázala na to, že rozhodnutím č. j. 45/N751/2003/2, které nabylo právní moci dne 15. 4. 2003, vyslovila Komise souhlas s nabídkou převzetí určenou vlastníků cílové společnosti podle § 183e odst. 7 obchodního zákoníku za cenu 12 300 Kč, která byla dle názoru Komise přiměřená hodnotě akcií k datu 1. 1. 2003. Pokud by žalobce či další akcionáři cílové společnosti zastávali názor, že cena přiměřená hodnotě akcií nebyla, měli možnost využít postupu podle § 183c odst. 5 věta 2. obchodního zákoníku, tedy nabídku přijmout a domáhat se vyplacení rozdílu soudní cestou. Komise uzavřela, že skutečnosti tvrzené žalobcem neshledala závažnými skutečnostmi a ani sama nezjistila jiné závažné skutečnosti ve smyslu § 183h odst. 1 písm. d) obchodního zákoníku. Zároveň žalobce neprokázal, že situace na regulovaném trhu neumožňuje akcie cílové společnosti kdykoliv prodat.

O rozkladu žalobce proti rozhodnutí Komise ze dne 1. 12. 2004 rozhodlo prezidium Komise dne 9. 3. 2005 a v odůvodnění svého rozhodnutí uvedlo, že ustanovení § 183h odst. 1 písm. d) obchodního zákoníku a ustanovení § 183h odst. 2 obchodního zákoníku je třeba vykládat ve vzájemné souvislosti. Platí tedy, že pokud mají minoritní akcionáři cílové společnosti možnost prodat účastnické cenné papíry na regulovaném trhu, nejsou zde závažné skutečnosti, které by odůvodňovaly uložení povinnosti učinit nabídku na odkoupení. Dále uvedlo, že z údajů Burzy cenných papírů, na které jsou účastnické cenné papíry kótovány, vyplývá, že v roce 2004 byly na tomto trhu realizovány pouze dva obchody s dotčenými cennými papíry. To však neznamená, že by cenné papíry nebylo možno na tomto trhu prodat, resp. že by po nich neexistovala poptávka. Žalobce nepopírá, že situace na regulovaném trhu umožňuje prodej, avšak namítá, že cena, kterou by takto získal, je nižší, než by byla cena, pokud by byla vypočtena postupem, který předvídá § 183c obchodního zákoníku (v tomto případě s přihlédnutím k tzv. prémiové ceně), na který prostřednictvím § 186a odst. 4 odkazuje § 183h odst. 4 obchodního zákoníku. Tato námitka dle prezidia Komise není relevantní. Z obsahu § 183h odst. 2 obchodního zákoníku podle ní plyne, že záměrem zákonodárce nebylo institut nabídky na odkoupení koncipovat jako nástroj, jímž by měly být řešeny případy, kdy cena cenného papíru na regulovaném trhu bude nižší než cena, za kterou nabude cenný papír majoritní akcionář mimo regulovaný trh (prémiová cena), či hodnota, ke které dospěl znalec. Naopak vede jednoznačně k závěru, že uložení povinnosti na odkoupení účastnických cenných papírů přichází v úvahu pouze tehdy, kdy minoritní akcionáři nemají možnost cenné papíry na regulovaném trhu prodat. V tomto případě tedy Komise nemá možnost majoritnímu akcionáři uložit povinnost učinit nabídku na odkoupení, protože takový postup by byl v přímém rozporu s § 183h odst. 2 věta poslední obchodního zákoníku. Ani obavy žalobce, že akcie v budoucnu budou vyloučeny organizátorem z obchodování na oficiálním trhu pro nesplnění podmínek pro přijetí papíru k obchodování, nelze zohlednit vzhledem k ústavní maximě, podle které může být státní moc vykonávána pouze v případech, v mezích

a způsoby, které zákon stanoví. Jednoznačná formulace zákona nedává Komisi možnost uložit společnosti ECKES & STOCK GmbH, učinit nabídku na odkoupení předmětných akcií podle § 183h odst. 1 obchodního zákoníku. Institut nabídky na odkoupení upravený v § 183h obchodního zákoníku nelze směřovat s institutem nazývaným termínem sell-out, který umožňuje minoritním akcionářům domáhat se na hlavním akcionáři odkoupení jejich účastnických cenných papírů, pokud hlavní akcionář získá podíl na společnosti stanovené velikosti (obvykle 95%). Takový institut český právní řád neupravuje a jeho koncepce je neslučitelná s § 183h odst. 2 obchodního zákoníku. Institutem, který má chránit minoritní akcionáře před zhoršením jejich investice v případě, kdy majoritní vlastník získá absolutní většinu ve společnosti, je v českém právním řádu povinná nabídka převzetí, kterou je hlavní akcionář povinen učinit, pokud jeho podíl na cílové společnosti přesáhne tři čtvrtiny hlasovacích práv dle § 183b obchodního zákoníku. Takovou nabídku převzetí akcionářům cílové společnosti učinila společnost ECKES & STOCK GmbH v polovině roku 2003. Prezidium Komise uvedlo, že i z tohoto důvodu neshledalo závažné skutečnosti odůvodňující postup podle § 183h obchodního zákoníku.

Nejvyšší správní soud vycházel při posouzení kasačních námitek stěžovatele z níže uvedených ustanovení.

Dle ustanovení § 183h odst. 1 obchodního zákoníku ve znění platném v rozhodné době, Komise pro cenné papíry může na žádost menšinového akcionáře uložit akcionáři nebo akcionářům jednajícím ve shodě povinnost učinit nabídku na odkoupení účastnických cenných papírů cílové společnosti od menšinových akcionářů (dále jen „nabídka na odkoupení“), jestliže jsou splněny tyto podmínky:

- a) akcionář nebo akcionáři jednající ve shodě mají účast na společnosti v rozsahu 95% hlasovacích práv,
- b) účastnické cenné papíry jsou kótované,
- c) žadatel není osobou jednající ve shodě s většinovým akcionářem,
- d) odůvodňují to závažné skutečnosti.

Podle odstavce 2 k žádosti podle odstavce 1 si Komise pro cenné papíry vyžádá stanovisko cílové společnosti. Komise žádost podle odstavce 1 zamítne, umožňuje-li situace na regulovaném trhu kdykoliv účastnické cenné papíry cílové společnosti prodat.

Podle odstavce 4 pro nabídku na odkoupení platí přiměřeně ustanovení o nabídce převzetí s tím, že pro stanovení ceny se použije obdobně ustanovení § 186a odst. 4.

Ustanovení § 183h se stalo součástí obchodního zákoníku s účinností od 1. 1. 2001 zákonem č. 370/2000 Sb. (toto ustanovení § 183h obchodního zákoníku bylo zrušeno zákonem č. 104/2008 Sb., o nabídkách převzetí a o změně některých dalších zákonů s účinností od 1. 4. 2008). Návrh této novely, podle důvodové zprávy, vycházel i z návrhu Třinácté směrnice (Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/25/ES ze dne 21. dubna 2004 o nabídkách převzetí na tento případ nedopadá, neboť transpoziční lhůta Směrnice

uplynula teprve 20. 5. 2006) týkající se nabídky převzetí, a mezi hlavní principy navrhované právní úpravy patřilo, mimo jiné, posílení ochrany menšinových společníků, zejména menšinových akcionářů, a její postavení na roveň obvyklému evropskému standardu, zejména v souvislosti s odkupy akcií a jejich cenou. Důvodová zpráva k § 183h uváděla: „Nově vložené ustanovení § 183h posiluje ochranu menšinových akcionářů, neboť umožňuje kdykoliv donutit většinového akcionáře, který má podíl na hlasovacích právech v rozsahu 95%, aby nabídl menšinovým akcionářům odkoupení jejich akcií v případě, že to budou odůvodňovat závažné skutečnosti. Takovou závažnou skutečností může být zejména zneužití majoritního postavení ve společnosti. O tom, zda taková situace nastala, bude rozhodovat Komise pro cenné papíry. Obdobnou úpravu obsahuje i právo francouzské“.

Tímto zákonem č. 370/2000 Sb. byla, mimo jiné, novým zněním nahrazena i ustanovení § 183 až 183d a za § 183d byly vloženy nové § 183e až 183h a bylo nově upraveno i ustanovení § 186a.

Není pochyb o tom, že pro postup podle § 183h obchodního zákoníku, vzhledem k jeho znění, bylo třeba současného splnění všech čtyř podmínek v jeho odstavci prvním uvedených. Především však pro postup podle citovaného ustanovení byla nutná žádost menšinového akcionáře. Ta v daném případě byla žalobcem uplatněna dne 12. 8. 2004 a bylo v ní uvedeno, že akcie Stock Plzeň, a. s. ISIN CS 0008418554, se obchodují na Burze cenných papírů jen velmi sporadicky v objemu jen několika málo kusů za rok a burzovní kurz těchto akcií neodráží jejich hodnotu a dále, že menšinoví akcionáři, speciálně ti, kteří jich vlastní více než několik málo kusů, nemají možnost realizovat prodej svých akcií na veřejném trhu za cenu odpovídající jejich hodnotě. Jiné důvody žádost v podstatě neobsahovala. Povinností Komise bylo vyžádat si stanovisko cílové společnosti, což Komise učinila. Komise v rozhodnutí ze dne 1. 12. 2004 konstatovala, že jsou splněny podmínky stanovené v § 183h odst. 1 písm. a), b) a c) obchodního zákoníku, což žalobce ani osoba zúčastněná na řízení v průběhu správního ani soudního řízení nezpochybnili. Podle Komise nebyla splněna podmínka stanovená v § 183h odst. 1 písm. d) obchodního zákoníku, tedy že uložení povinnosti učinit nabídku na odkoupení neodůvodňují závažné skutečnosti. S tím nesouhlasil žalobce a splnění této podmínky je mezi účastníky řízení sporné.

Obchodní zákoník v § 183h odst. 1 písm. d) nedefinoval, co je třeba považovat za „závažné skutečnosti“. Výklad tohoto ustanovení byl tedy ponechán na rozhodovací praxi. Jen důvodová zpráva k citovanému ustanovení uváděla, jak výše již citováno, že takovou závažnou skutečností mohlo být zejména zneužití majoritního postavení. Zneužití majoritního postavení žalobce v žádosti netvrdil. Tvrdil, že akcie Stock Plzeň, a. s. ISIN CS 0008418554, se obchodují na Burze cenných papírů jen velmi sporadicky v objemu jen několika málo kusů za rok a burzovní kurz těchto akcií neodráží jejich hodnotu a dále, že menšinoví akcionáři, speciálně ti, kteří jich vlastní více než několik málo kusů, nemají možnost realizovat prodej svých akcií na veřejném trhu za cenu odpovídající jejich hodnotě. V průběhu správního řízení dále tvrdil s odkazem na § 48 odst. 2 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, že BCCP může kdykoliv vyloučit z obchodování, a dále také tvrdil, že dne 12. 3. 2004 nabyly osoby jednající ve shodě s majoritním akcionářem Skock Plzeň, a. s. v rámci veřejné dražby 3098 akcií Stock Plzeň,

a. s. ISIN CS 0008418554 za cenu 23 500 Kč za jednu akcii. Na správním orgánu rozhodujícím o žádosti žalobce bylo posoudit důvody tvrzené žalobcem a rozhodnout, zda se jedná o závažné skutečnosti ve smyslu § 183h odst. 1 písm. d) obchodního zákoníku. Nejvyšší správní soud má oproti městskému soudu za to, že správní orgán jako celek, tedy Komise i prezidium Komise, všechny důvody tvrzené žalobcem posoudil a své závěry podrobně a přiléhavě odůvodnil.

Výtky Městského soudu že, správní orgán rozhodující o žádosti žalobce neodůvodnil srozumitelně a s odkazem na příslušná zákonná ustanovení svůj závěr, že situace na regulovaném trhu prodej akcií umožňuje a že z odůvodnění vydaných rozhodnutí není zřejmé, za jakou cenu musí být dle mínění správního orgánu dána možnost akcie na regulovaném trhu kdykoli prodat, nejsou důvodné.

Podle znění § 183h odst. 1 obchodního zákoníku v rozhodné době Komise mohla na žádost menšinového akcionáře uložit akcionáři nebo akcionářům jednajícím ve shodě povinnost učinit nabídku na odkoupení účastnických cenných papírů cílové společnosti od menšinových akcionářů, za splnění zákonem stanovených podmínek. Jinými slovy to znamená, že rozhodnutí komise zavazovalo akcionáře nebo akcionáře jednající ve shodě učinit nabídku na odkoupení účastnických cenných papírů cílové společnosti od menšinových akcionářů. Nabídku tedy musel učinit akcionář nebo akcionáři jednající ve shodě. Podle odstavce 4 citovaného ustanovení pro nabídku na odkoupení platilo přiměřeně ustanovení o nabídce převzetí s tím, že pro stanovení ceny se použilo obdobně ustanovení § 186a odst. 4. V rozhodné době upravoval obchodní zákoník v § 183a nabídku převzetí, v § 183b povinnou nabídku převzetí při ovládnutí cílové společnosti. V § 183a odst. 4 písm. c) obchodní zákoník stanovil, že nabídka převzetí musí obsahovat alespoň cenu za jeden účastnický cenný papír nebo druh, formu, podobu, popřípadě jmenovitou hodnotu a směnný poměr cenných papírů, jež budou směněny za účastnické cenné papíry a metody, kterými byla určena cena nebo směnný poměr, přičemž cena anebo směnný poměr musejí být pro všechny zájemce u téhož zastupitelného účastnického cenného papíru stejné. Ustanovení § 183b odst. 7 uvádí, že není-li stanoveno jinak, použijí se na nabídku převzetí podle odstavce 1 (tedy povinnou nabídku převzetí) ustanovení § 183a, § 183c a § 183e až § 183g.

Zákon v ustanovení § 183h odst. 2 obchodního zákoníku o výši ceny nehovoří. Odstavec čtvrtý citovaného ustanovení upravuje výši ceny pouze pro případy, pokud byly shledány podmínky pro učinění nabídky na odkoupení. Jeho výkladem nelze dospět k závěru, že by postup při stanovení ceny, na něž odkazuje, bylo možné použít už při posuzování naplnění podmínek pro uložení povinnosti učinit nabídku na odkoupení.

Podle § 186a odst. 4 společnost je povinna účastnické cenné papíry koupit nejpozději do jednoho měsíce ode dne následujícího po dni uplynutí závaznosti veřejného návrhu smlouvy. Společnost je povinna akcie koupit za cenu přiměřenou hodnotě akcií. Přiměřenost ceny musí být doložena posudkem znalce. Na postup při koupi akcií podle odstavců 1 a 3 se použijí přiměřeně ustanovení § 183a, § 183c a § 183e až § 183g.

Podle § 183c obchodního zákoníku, který byl společným ustanovením pro povinné nabídky převzetí a vztahoval se tedy i na daný případ (je-li nabídka převzetí činěna proto,

že to ukládá navrhovatelí zákon, rozhodnutí státního orgánu nebo stanovy společnosti) v odst. 3 stanovil, že cena nebo směnný poměr uvedené v povinné nabídce převzetí musí být přiměřené hodnotě účastnických cenných papírů, a v odst. 5, že přiměřenost ceny nebo směnného poměru cenných papírů při povinné nabídce převzetí musí být doložena posudkem znalce. Pokud se vyžadovalo ověření ceny nebo směnného poměru cenných papírů posudkem znalce, byl povinen předložit Komisi posudek znalce navrhovatel povinné nabídky převzetí (§ 183e odst. 7 obchodního zákoníku). Obchodní zákoník, Komentář vydaný LINDE Praha, a. s. – Právníckým a ekonomickým nakladatelstvím a knihkupectvím v roce 2006, k § 183c uvádí, že je-li navrhovatel povinen veřejný návrh smlouvy o koupi akcií učinit, pak přiměřenost ceny musí být doložena znaleckým posudkem.

Z uvedené právní úpravy tedy lze vyvodit, že Komise pro rozhodnutí podle § 183h odst. 1 obchodního zákoníku neměla zákonem stanovený mechanismus pro určení ceny akcie přiměřené hodnotě účastnického cenného papíru. Cena akcie musela být stanovena objektivně zákonem stanoveným způsobem. Takto byla chráněna práva zejména minoritních akcionářů. Z tohoto závěru pak vyplývá další závěr, totiž, že mezi závažné skutečnosti ve smyslu § 183h odst. 1 písm. d) obchodního zákoníku odůvodňující uložení akcionáři nebo akcionářům jednajícím ve shodě na návrh menšinového akcionáře povinnost učinit nabídku na odkoupení účastnických cenných papírů cílové společnosti od menšinových akcionářů, nelze podřadit tvrzení menšinových akcionářů, že nemají možnost realizovat prodej svých akcií na veřejném trhu za cenu odpovídající jejich hodnotě, protože burzovní kurz těchto akcií neodráží jejich skutečnou respektive přiměřenou hodnotu. To vše za předpokladu, že akcie jsou na veřejném trhu obchodovány, je stanoveno pásmo pro obchodování a na veřejném trhu proběhly obchody.

Pokud má žalobce za to, že jiný výklad § 183h odst. 1 obchodního zákoníku než jím učiněný, respektive i městským soudem učiněný, by opomíjel ochranný účel institutu nabídky na odkoupení, pak s ním Nejvyšší správní soud nesouhlasí. Zdůrazňuje přitom, že vychází z právní úpravy v době vydání rozhodnutí stěžovatele. Uložení povinnosti učinit nabídku na odkoupení podle § 183h odst. 1 obchodního zákoníku vnímá jako jeden ze způsobů povinné nabídky převzetí. Nakonec obchodní zákoník upravoval v § 183a nabídku převzetí, v § 183b povinnou nabídku převzetí při ovládnutí cílové společnosti a v § 183c obsahoval společná ustanovení pro povinné nabídky převzetí, pod něž zahrnul i nabídky činěné proto, že to ukládá rozhodnutí státního orgánu. Povinná nabídka koupě akcií je prvkem ochrany akcionářů. Ochrana akcionářů je tedy obsažena již v § 183b. Komise ve svém rozhodnutí z 1. 12. 2004 uvedla, že v březnu 2003 učinil majoritní akcionář povinnou nabídku převzetí, přičemž dne 2. 5. 2003 nabylo právní moci rozhodnutí č. j. 45/N751/2003/2 ze dne 15. 4. 2003, jímž Komise vyslovila souhlas s nabídkou převzetí určenou vlastníků akcií cílové společnosti podle § 183e odst. 7 obchodního zákoníku za cenu 12 300 Kč. Tato cena byla dle názoru Komise přiměřená hodnotě akcií cílové společnosti k datu 1. 1. 2003. Pokud žalobce zastával názor, že cena uvedená v nabídce převzetí přiměřená hodnotě akcií nebyla, měl možnost využít postupu podle § 183c odst. 5 věty druhé a násl. obchodního zákoníku, tedy nabídku přijmout a domáhat se doplacení rozdílu mezi cenou uvedenou v nabídce převzetí a přiměřenou cenou soudní cestou. Nejvyšší správní soud tak vychází ze žalobcem nezpochybněného zjištění

Komise, tedy, že majoritnímu akcionáři vznikla povinnost podle § 183b obchodního zákoníku učinit nabídku převzetí všem vlastníkům účastnických cenných papírů cílové společnosti a že majoritní akcionář tuto povinnost splnil. Na žalobci bylo, aby využil své možnosti prodat mu své akcie již v době učinění povinné nabídky převzetí, aniž musel prokazovat závažné skutečnosti. Musel totiž již v té době předpokládat, že jejich prodejnost bude menší či malá. Měl přitom nárok na cenu přiměřenou hodnotě účastnických cenných papírů. Takto však žalobce nepostupoval. Pokud žalobce tvrdil, že znalecké posudky na hodnotu akcií, které byly vyhotoveny na objednávku a za peníze majoritního akcionáře, znalcem vybraným majoritním akcionářem, zpravidla nejsou objektivní, pak Nejvyšší správní soud poukazuje na nález Ústavního soudu ze dne 27. 3. 2008, sp. zn. ÚS Pl 56/05, v němž Ústavní soud uvedl: „Poukazuje-li se v návrhu ... na špatné zkušenosti s některými znalci, nemůže to vést k paušálnímu závěru, že takto bude v rozporu s požadavky zákona o znalcích a tlumočnících postupovat každý znalec. Ústavní soud si je vědom toho, že v praxi může docházet, a také dochází, k porušování těchto pravidel. To však není důvodem pro to, aby byla za neústavní prohlášena právní úprava, která může být vykládána a aplikována neústavně. Ze stejných důvodů by potom musel Ústavní soud zrušit např. institut vazby, vyvlastnění, rozpuštění politické strany atd. Právě proto, že v praxi může dojít k porušení ústavně konformní právní úpravy, je zajištěno právo na soudní ochranu. Zda je cena přiměřená, je věcí odborného a nestranného hodnocení.“ V následné době, podle údajů uvedených v rozhodnutí Komise ze dne 1. 12. 2004, žalobce nereagoval na nabídku majoritního akcionáře na odkoupení jeho akcií za tržní cenu dle znaleckých posudků. Tento údaj žalobce nezpochybnil. Sám po celou dobu správního i soudního řízení tvrdil, že neměl zájem své akcie na veřejném trhu prodat za cenu, za kterou se s těmito akciemi na veřejném trhu obchodovalo. O tom svědčí i jeho postup, když v roce 2004 až na výzvu Komise, aby předložil doklad o tom, že neúspěšně vyvinul aktivitu, učinil jen jeden pokyn k obstarání prodeje s dobou platnosti od 16. 9. do 15. 10. 2004 s cenovým limitem 19 975 Kč za jednu akcii, a to za situace, kdy tržní cena předmětných akcií na tomto trhu činila cca 11 800 Kč za jednu akcii. Žalobce přitom v žalobě připouštěl, že cena akcií cílové společnosti se nikdy nepohybovala v pásmu, které by umožňovalo akcie prodat za přiměřenou cenu (tj. podle něj za 19 975 Kč za jednu akcii).

Podle výše uvedených závěrů § 183h odst. 2 obchodního zákoníku Komisi neukládá povinnost ani neupravoval mechanismy pro stanovení přiměřené či tržní ceny akcií. Ve svém rozhodnutí ze dne 1. 12. 2004 Komise uvedla, že podle jí známých informací se s akciemi cílové společnosti na regulovaném trhu obchodovalo sice minimálně, avšak zároveň konstatovala, že žalobce neprokázal, že není možné předmětné akcie na regulovaném trhu prodat (str. 4 rozhodnutí). Žalobce na výzvu, aby doložil svoji neúspěšnou snahu na prodej akcií cílové společnosti prostřednictvím regulovaného trhu, zadal jediný pokyn k prodeji 5 021 ks akcií s cenovým limitem 19 975 Kč za jednu akcii, a to za situace, kdy tržní cena předmětných akcií na tomto trhu činila cca 11 800 Kč za jednu akcii. Dále Komise v rozhodnutí ze dne 1. 12. 2004 uvedla, že na základě prohlášení majoritního akcionáře ohledně zájmu o koupi akcií cílové společnosti lze předpokládat, že v případě zadání reálného pokynu k prodeji na regulovaném trhu v rámci cenového pásma bylo možné akcie cílové společnosti prodat. Žalobce však tuto možnost neověřil. Tvrzení žalobce, že hrozil ze strany organizátora regulovaného trhu postup podle § 48 odst. 2 zákona č. 256/2004 Sb. [podle něhož: Organizátor regulovaného trhu vyloučí cenný papír z obchodování na oficiálním trhu, jestliže a) má doloženo, že nadále není možné udržet

pravidelné obchodování s cenným papírem, nebo b) cenný papír nebo jeho emitent přestali splňovat podmínky pro přijetí cenného papíru k obchodování na oficiálním trhu], pak je třeba uvést, že šlo jen o jeho přesvědčení nepodložené konkrétními skutečnostmi. Toto tvrzení se opakovalo i v soudním řízení aniž by bylo nějakým důkazem doloženo. Správnímu orgánu rozhodujícímu o žádosti žalobce přitom nebyl znám takový úmysl organizátora regulovaného trhu.

S názorem stěžovatele, že správní orgán (prezidium Komise) prokázal, že podmínky pro zamítnutí žádosti žalobce ve smyslu ustanovení § 183h odst. 2 obchodního zákoníku byly naplněny, Nejvyšší správní soud souhlasí. Správní orgán o žádosti žalobce rozhodující ve svých rozhodnutích několikrát zdůraznil, že žalobce neprokázal, že akcie není možno na regulovaném trhu prodat a dále, že možnost prodat akcie na regulovaném trhu nepopírá, požaduje však cenu za akcii nepřiměřeně vysokou. Nejvyšší správní soud shodně s názorem městského soudu neshledává, že by důkazní břemeno naplnění podmínek pro zamítnutí žádosti dle ustanovení § 183h odst. 2 obchodního zákoníku nesl primárně žalobce, jako žadatel. Vychází však ze skutečností, které byly ve správním řízení zjištěny. S předmětnými akciemi se dlouhodobě obchoduje na veřejném trhu minimálně. Žalobci je tato skutečnost známa, přičemž žalobce ani v daném případě nezpochybňuje možnost akcie prodat (za jinou, než jím požadovanou cenu). Stěžovatel v kasační stížnosti uvádí, že možnost prodat akcie by bylo možné posoudit pouze poté, co by se na trhu v cenovém rozpětí podle pravidel organizátora trhu (z hlediska zahraniční praxe zcela standardních), nedařilo prodejní pokyny uspokojovat. K takovému pokynu však ze strany žalobce nedošlo. Byl to tedy, podle stěžovatele, právě žalobce, který na jedné straně tvrdil, že účastnické cenné papíry cílové společnosti nemůže na regulovaném trhu kdykoliv prodat, avšak na druhé straně pokyny k jejich prodeji nečinil, mimo jednoho, kdy do AOS byla vložena objednávka na prodej s limitní cenou, která výrazně převyšovala kurz z předchozího burzovního dne, byla vně povoleného rozpětí, v systému nebyly vloženy takové objednávky, které by mohly být spárovány s touto objednávkou, pak nemohl s daným cenným papírem proběhnout žádný obchod a nebyla stanovena aukční cena, přičemž žádný z ostatních účastníků obchodování nemohl z AOS ani kurzovního lístku získat informaci o tom, že taková objednávka byla do systému vložena. Toto tvrzení nebylo žalobcem zpochybněno.

Vzhledem ke zjištěnému skutkovému stavu ve správním řízení a vzhledem k právnímu posouzení správních orgánů dospěl Nejvyšší správní soud k závěru, že závěry městského soudu, které v napadeném rozsudku vyslovil nejsou správné a proto napadený rozsudek městského soudu zrušil a věc vrátil tomuto soudu k dalšímu řízení, v němž je městský soud vázán právním názorem Nejvyššího správního soudu (§ 110 odst. 1 a 3 s. ř. s.).

V novém rozhodnutí rozhodne městský soud i o náhradě nákladů řízení o kasační stížnosti (§ 110 odst. 2 s. ř. s.).

**P o u č e n í :** Proti tomuto rozhodnutí **n e j s o u** opravné prostředky přípustné.

V Brně dne 31. března 2009

JUDr. Ludmila Valentová  
předsedkyně senátu