

18. 9. 2006

Vezměte, prosíme, na vědomí, že text článku odpovídá platné právní úpravě ke dni publikace.

Stanovení ceny za akcie

Je třeba změnit současný způsob stanovení ceny za akcie minoritních akcionářů při povinných nabídkách převzetí? Má nad určování ceny na základě znaleckého posudku v souladu s evropskou legislativou bdít Česká národní banka?



Hodnotný článek uvedený v čísle 30 Ekonomu, jenž reagoval na současný stav legislativy v oblasti úpravy nabídek převzetí a jejich shody s 13. směrnicí EU, je podle mého názoru nutné zejména v některých ohledech doplnit o ekonomickou analýzu, která by měla vedle právních úvah za chystanou novou úpravou nabídek převzetí bezpochyby stát.

Účel nabídek převzetí

V první řadě je nutné vymezit účel povinných nabídek převzetí (dále jen „nabídka převzetí“) jakožto institutu, který dává minoritním akcionářům právo, nikoliv povinnost prodat akcie cílové společnosti novému majoritnímu akcionáři, resp. nové ovládající osobě. Autoři v článku uvádí dva cíle nabídek převzetí, přičemž tím prvním je ochrana minoritních akcionářů „*před znehodnocujícím převzetím*“ a druhým pak „*nástroj zachování rovnosti*“. Nevyslovená shoda panuje zřejmě v tom, že nová úprava nabídek převzetí má být jednou z cest k efektivnímu fungování kapitálového trhu v ČR, jehož součástí budou ovšem rovněž takové podmínky, které nebudou odrazovat velké investory (zájemce o převzetí) od vstupu na český akciový trh.

Prémiová cena - je skutečně správným srovnávacím základem?

Ovládnutí společnosti bývá investorem často uskutečněno za cenu, která je pro jiného, zejména finančního investora neracionální. Pro strategického partnera může naopak ovládnutí další společnosti v oboru znamenat synergie, které dosavadní hodnotu akcií společnosti povýší na úroveň jím uhrazené ceny. Důvody mohou být jak finanční, např. úspory dosažené zařazením přebírané společnosti do stávajícího koncernu (lepší vyjednávací podmínky ve vztahu k obchodním partnerům, využití koncernového know-how, vstup na nové trhy apod.), tak psychologické („pocit budování impéria“, obrana před převzetím samotného strategického partnera větším subjektem apod.). Všechny tyto faktory mohou působit na cenu, kterou je ochoten strategický partner uhradit nad úroveň současné tržní hodnoty akcií společnosti za podmínek jejich držení dosavadními akcionáři, resp. předchozím majoritním akcionářem.

Dopad na zájemce o převzetí

Výše zmiňovaný účel zachování rovnosti (uhradit prémiovou cenu i ostatním minoritním akcionářům) může být pro strategického investora silným demotivujícím prvkem, obzvláště v případě, kdy je jeho ovládnutí spojeno s akvizicí „nižšího“ majoritního podílu. V praxi to může znamenat, že díky institutu prémiové ceny (nikterak upravené) hodlá do české společnosti vstoupit strategický investor nákupem např. 70% akciového podílu. Za tento podíl je ochoten zaplatit premii nad úroveň současné hodnoty společnosti před akvizicí ve výši 20 %, neboť věří, že svým vstupem přinese společnosti úspory a přístup na nové trhy, na nichž již sám působí. Navíc je zřejmé, že k možnosti ovládat tuto společnost mu 70% podíl stačí a za další posílení jeho účasti by pak zřejmě nebyl nucen tuto premii uhradit. Demotivujícím prvkem k uskutečnění akvizice může být bohužel samotná nabídka převzetí, která pro něj znamená povinnost odkupu zbývajících 30 % od všech minoritních akcionářů, na který ovšem již nemusí mít volné finanční prostředky. Institut nabídek převzetí ovšem existuje ve většině právních ráďů a investoři se s ním již většinou smířili. Těžko se ovšem smířují s faktem, že by měli paradoxně „za trest“ i zbývajícím 30 % minoritních akcionářů zaplatit

prémii, kterou uhradili s vidinou ovládnutí společnosti a s ní spojenými možnostmi zlepšení stávající situace společnosti změnou majoritního vlastníka. V takovém případě totiž dle mého názoru postrádá významu jediný ospravedlnitelný důvod pro existenci nabídek převzetí, a sice ochrana před „znehodnocujícím“ převzetím společnosti. Pokud totiž minoritní akcionář má v obavě před negativním dopadem příchodu nového investora mít možnost vystoupit z účasti na společnosti za hospodářské situace společnosti před jeho příchodem, je nelogické současně požadovat zohlednění pozitivních synergií, které může nový investor přinést, v odkupní ceně. V takovém případě má racionální minoritní akcionář možnost nepřistoupit na nabídku převzetí, setrvat ve společnosti a realizovat budoucí prospěch společně s majoritním akcionářem.

Princip rovnosti

Přestože zde hovořím spíše o pozitivních efektech převzetí novým investorem, existují případy, kdy má nabídka převzetí své opodstatnění. Nedostupnost informací minoritních akcionářů o připravované transakci může vést k situaci, v níž minoritní akcionáři nejsou po uveřejnění informací o vstupu nového - všeobecně negativně vnímaného - investora schopni efektivně prodat na trhu držené akcie, neboť o ně mezi zbývajícími akcionáři logicky není zájem a jejich hodnota klesá. Povinná nabídka převzetí je pak zřejmě adekvátním institutem, který může minoritním akcionářům újmu z negativního převzetí kompenzovat.

Další možná zkreslení prémiových cen

Jak sami autoři článku uvádějí, úroveň prémiové ceny může být zkreslena i opačným směrem (dolů). V praxi může jít o případy, kdy existují různá mimosmluvní protiplnění současného a nového majoritního akcionáře, která měla na výši kupní ceny vliv. V mnoha případech dochází k prodeji majoritního podílu, přičemž podmínkou pro realizaci transakce za smlouvanou cenu je dohoda o dalším obchodu, na němž má smluvní strana zájem, a je ochotna pro jeho realizaci slevit z ceny převáděného akciového podílu. Další, velmi obvyklou situací je převod akciového podílu, jehož cena je z části vázána na budoucí dosažené hospodářské výsledky společnosti a její konečná úroveň je známa někdy až několik let po uskutečnění transakce.

Přestože nelze snižovat význam vypovídací schopnosti dosahovaných prémiových cen, z výše uvedeného je zřejmé, že prémiovou cenu nelze bez dalších analýz automaticky považovat za úroveň ceny, která by měla být s ohledem na účel nabídek převzetí považována za spravedlivou.

Současný stav

Pravděpodobně i z tohoto důvodu byla do současného znění obchodního zákoníku včleněna možnost snížit prémiovou cenu až o 15 %, avšak nikoliv pod cenu průměrnou, která je (vedle znaleckého posudku) považována za další kontrolní prvek při určování spravedlivé ceny pro povinné nabídky převzetí.

Současná právní úprava ovšem odvozuje úroveň ceny pro nabídku převzetí od ceny prémiové a průměrné pouze v případě, kdy je dosažená prémiová (transakční) cena vyšší než šestiměsíční průměr na kapitálovém trhu. V opačném případě transakční cenu za prémiovou nepovažuje a ustanovení o hranici dané prémiovou a průměrnou cenou se tedy poněkud nešťastně vůbec nepoužije. V daném případě je tedy jedinou závaznou hranicí hodnota akcií zjištěná dle posudku znalce.

Přestože se autoři článku brání situaci, kdy znalecký posudek bude suplovat nedostatečnou vypovídací schopnost průměrné ceny dosahované na veřejných trzích a možná zkreslení obsažená v prémiové ceně, je kvalitně zpracovaný znalecký posudek zřejmě jednou z mála možností, jak zjistit skutečnou tržní hodnotu akcií společnosti v okamžiku před vstupem strategického investora. Vzhledem k tomu, že úlohou znalce je dle výkladu ČNB uvedeného v metodice ZNAL[1] stanovit hodnotu čistého obchodního majetku bez vlivu účasti nového majoritního akcionáře, nelze souhlasit s argumentem, který uvádějí autoři článku, a sice že „by byl nový akcionář sankcionován za pozitivní dopady ovládnutí společnosti“ právě tím, že by musel i ostatním minoritním akcionářům nabídnout hodnotu odvozenou z očekávaných pozitivních efektů, jež přináší. Znalecký posudek tak představuje obranu minoritních akcionářů hlavně v případě, kdy prémiová ani průměrná cena nezobrazuje skutečnou hodnotu akcií dosaženou před vstupem nového

investora.

Znalecký posudek investory rozhodně neodradí

Obava z toho, že kvůli výsledku ocenění znalce bude nový investor muset nabídnout minoritním akcionářům protiplnění o mnoho vyšší, než je cena, kterou uhradil nezávislé protistraně při převzetí, je v praxi rovněž zbytečná. Dá se totiž jen stěží předpokládat, že správně provedené ocenění, v němž navíc nebudou zohledněny pozitivní synergie vstupujícího investora, bude vyšší než cena sjednaná mezi nezávislými stranami trhu, které synergie v úpravě ceny jistě uvažují. To samozřejmě platí pouze v případě, že k převodu došlo mezi nezávislými stranami a že cena nebyla sjednána s ohledem na další necenové podmínky kontraktu. V opačném případě je zřejmě jedinou spolehlivou indikací hodnoty opět znalecký posudek. Nový investor si navíc může nechat zpracovat znalecký posudek nezávislých znalců před samotnou akvizicí akcií společnosti, aby nebyl v nejistotě ohledně ceny, kterou bude muset minoritním akcionářům v případě převzetí nabídnout.

Co dál?

Nelze než souhlasit, že aktuální stav českého kapitálového trhu by neměl být řešen prostřednictvím účelově upravené právní úpravy nabídek převzetí. Při tvorbě nového zákona ovšem nelze zcela abstrahovat od situací, ke kterým může při jeho aplikaci docházet, resp. ke kterým bude docházet zřejmě nejčastěji. Snad s výjimkou očekávané privatizace společnosti ČEZ budou povinné nabídky převzetí činěny v případě, kdy žádný z účastníků převodu majoritního balíku akcií nebude ochoten akceptovat úroveň tržního kurzu jako určující hodnotu akcií právě pro jejich nízkou vypovídací schopnost. Z výše uvedeného je rovněž zřejmé, že prémiová cena není s ohledem na účel nabídek převzetí ideálním nástrojem, jak spravedlivou výši ceny zjišťovat. Znalecký posudek, jenž spravedlivou výši ceny často určuje, je navíc kontrolován Českou národní bankou v rámci řízení o udělení souhlasu s uveřejněním povinné nabídky převzetí a je tak zřejmě plně ospravedlnitelným nutným kontrolním prvkem, na základě kterého by měla být cena u povinných nabídek převzetí v českých podmínkách stanovována.

Argument, že po zájemcích o převzetí nelze požadovat, aby „*ostatním investorům dopláceli za nepodařený pokus regulátorů o vytvoření funkčního trhu s jejich akciemi*“, nelze podle mého názoru pokládat za argument proti správnému způsobu stanovení ceny na základě znaleckého posudku, pokud je velmi často jediným způsobem jak spravedlivou výši ceny spolehlivě stanovit. Naopak by nás měl vést k zamyšlení, na jaké akcie se má institut povinných nabídek převzetí vztahovat a co učinit k tomu, aby tyto tituly nebyly „uměle“ drženy v obchodování na regulovaném trhu. Praktickou otázkou ovšem zůstává, zda by institut povinných nabídek převzetí nezůstal pouhou teoretickou součástí českého právního řádu, pokud by se vztahoval pouze na cenné papíry, u nichž lze hodnotu spolehlivě stanovit na základě průměrných tržních cen.

Přestože tedy současný stav právní úpravy nabídek převzetí nelze považovat za dokonalý a implementace 13. směrnice zřejmě nebyla dosud adekvátně provedena, není z pohledu současné praxe argumentace ministerstva spravedlnosti v návrhu připravované novely zcela nepodložená a současná praxe má jistě své opodstatnění.

Vzhledem k tomu, že 13. směrnice považuje cenu při povinné nabídce převzetí za přiměřenou rovněž pro účely stanovení protiplnění při uplatnění práva výkupu akcií majoritním akcionářem (squeeze-out), při němž nemají akcionáři možnost volby, zda ve společnosti setrvat i „pod vedením“ nového majoritního akcionáře, bude nutné nahlížet výše uvedené souvislosti optikou aplikace uceleného právního rámce řešícího nejen nabídky převzetí, ale i další právní instituty, které jsou v souvislosti s nabídkami převzetí nebo s odkazem na ně v českém právním řádu řešeny.

Pozitivně lze v každém případě hodnotit vyvolanou veřejnou diskusi, která probíhá již nyní, a nikoliv až jako reakce na nepovedený platný zákon, který by byl posléze akutně novelizován, jak je tomu u nás v poslední době zvykem.

Jan Chromý
Senior Consultant
[Znalecký ústav TACOMA Consulting, a.s.](#)

[1] Znalecké posudky pro účely povinných nabídek převzetí a veřejných návrhů smluv o koupi účastnických cenných papírů (ZNAL)

© EPRAVO.CZ - Sběrka zákonů, judikatura, právo | www.epravo.cz

Další články:

- [Byznys a paragrafy, díl 35: Ručení za dluhy z podnikání u OSVČ a s.r.o.](#)
- [Holdingové struktury a odpovědnost mateřské společnosti](#)
- [Pokuta 32 mil. EUR pro Dacia/Renault - evropské soutěžní úřady tvrdě došlapují na no-poaching. Měla by Vaše společnost být na pozoru?](#)
- [Právo společníka na informace v s. r. o.: silný nástroj kontroly, ale ne bez hranic](#)
- [Kupní smlouva k nemovité věci bez určení kupní ceny: Nejvyšší soud koriguje katastrální praxi](#)
- [Společnost s podíly 50:50 - právní rizika patových situací a jejich smluvní řešení](#)
- [Byznys a paragrafy, díl 34: Jednání za společnost - prokura](#)
- [Jak nastavit smlouvy s dodavateli podle nové právní úpravy kybernetické bezpečnosti?](#)
- [Jak soutěžní právo reaguje na pohlcování startupů technologickými giganty aneb fenomén vražedných akvizic](#)
- [Žaloba na fair exit vůči společníkům s. r. o. jednajícím ve shodě](#)
- [Reklamace vad stavby](#)