Foto: Shutterstock

Ocenění minoritního podílu při vytěsnění akcionářů

Vytěsnění minoritních akcionářů ze společnosti často provázejí spory. Zpravidla se týkají výše protiplnění. Jak jim v praxi předcházet?

Nucený přechod účastnických cenných papírů, zjednodušeně nazývaný jako proces vytěsnění či squeeze-out, je organizačně i právně náročný proces. Při dodržení veškerých zákonem stanovených požadavků zpravidla skončí úplným ovládnutím cílové akciové společnosti. Pokud v souvislosti s vytěsněním dochází ke sporům, obvykle se týkají přiměřenosti protiplnění, které hlavní akcionář vytěsněným akcionářům za jejich účastnické cenné papíry poskytl. Vytěsnění akcionáři hojně využívají svého práva na dorovnání jak u hlavního akcionáře, tak následně u soudu.

S ohledem na to, že se výše přiměřeného protiplnění odvíjí od hodnoty akcie zjištěné znalcem[1], stává se terčem vytěsněných akcionářů správnost znaleckého posudku. V tomto případě je problematika o to složitější, že se zde prolínají jak otázky právní, tak otázky odborné a tyto je nutné od sebe striktně odlišovat. Cílem tohoto článku je alespoň částečně objasnit některé právní otázky, které se vážou k problematice oceňování účastnických cenných papírů pro účely vytěsnění minoritních akcionářů.

Hodnota akcie a přiměřené protiplnění

Úvodem je nutné zdůraznit, že hodnota akcie zjištěná znalcem a výše přiměřeného protiplnění jsou dva rozdílné instituty. Nelze je zaměňovat, ačkoliv může nastat situace, kdy se výše přiměřeného protiplnění bude shodovat s hodnotou akcie zjištěnou znalcem. Hodnota akcie zjištěná znalcem představuje spodní hranici pro výši přiměřeného protiplnění.[2]

Valná hromada tedy může jako nejnižší možnou výši protiplnění schválit hodnotu akcie zjištěnou znalcem. Taková situace samozřejmě přímo vybízí vyvolat s hlavním akcionářem jednání o dorovnání výše protiplnění. Je však důležité mít na paměti, že každé vytěsnění je specifické a nelze vyloučit situaci, ve které bude přiměřené protiplnění skutečně odpovídat hodnotě akcie zjištěné znalcem.

Nejvyšší soud do své rozhodovací praxe již stabilně zakotvil, že určení výše přiměřeného protiplnění je otázkou právní, zatímco

Nejvyšší soud do své rozhodovací praxe již stabilně zakotvil, že určení výše přiměřeného protiplnění je otázkou právní, zatímco zjišťování hodnoty akcie je otázkou skutkovou.

1 Pokud se nejedná o společnost, jejíž účastnické cenné papíry jsou obchodovány na evropském regulovaném trhu, nebo pokud nedochází k vytěsnění krátce po povinné nabídce převzetí.

2 § 381 zákona o obchodních korporacích.

zjišťování hodnoty akcie je otázkou skutkovou (odbornou).[3] Znalec tedy není povolán k tomu, aby se vyjadřoval k otázce přiměřenosti protiplnění, jeho výlučným úkolem je v souladu s § 13 odst. 1 vyhlášky č. 37/1967 Sb., k provedení zákona o znalcích a tlumočnících, posoudit výhradně otázky, které závisí na skutečnostech, k jejichž posouzení je třeba jeho odborných znalostí, tedy zvolit vhodné metody ocenění s ohledem na poměry příslušné společnosti a na základě zvolené metodiky zjistit hodnotu akcie této společnosti.

Pokud je znalci zadáno, aby určil výši přiměřeného protiplnění, pak je znalecký úkol zadán chybně a znalec by jeho plnění měl odmítnout nebo by měl požádat o jeho úpravu.[4] Správně zadaný znalecký úkol směřuje na zjištění hodnoty akcie příslušné společnosti. Tím se dostáváme k další otázce, která v praxi způsobuje zásadní problémy, a to k otázce kategorie hodnoty akcie, kterou má znalec zjišťovat.

Kategorie hodnoty akcie

Je obecně známo, že existuje několik kategorií (bází) hodnoty – například tržní, investiční či spravedlivá, které je možné zjišťovat v závislosti na účelu ocenění. To ve svém nálezu potvrdil Ústavní soud.[5]

Nelze tedy hovořit o jakési objektivní či univerzální hodnotě akcie, ale je nutné objasnit, jakou kategorii hodnoty by měl znalec z kategorií přicházejících v úvahu zjišťovat, a současně musí být jasně specifikován obsah této rozhodné kategorie hodnoty pro proces vytěsnění. Zákon o obchodních korporacích kýženou odpověď neposkytuje, neboť hovoří pouze obecně o hodnotě účastnického cenného papíru.[6] Je tedy zřejmé, že zákonodárce, ať už úmyslně či neúmyslně, ponechal řešení této otázky praxi.

Pokud se soud nebo účastník řízení o dorovnání obrátí na znalce, aby ocenil účastnické cenné papíry za účelem vytěsnění, je nezbytné, aby znalec věděl, jakou kategorii hodnoty účastnických cenných papírů má zjišťovat. Otázka kategorie hodnoty účastnického cenného papíru, z níž vychází výše přiměřeného protiplnění, totiž není otázkou skutkovou, ale otázkou právní. Tudíž znalec tuto otázku nemůže svévolně rozhodnout.

Nejvyšší soud ve svém nedávném usnesení uvádí, že *„[p]rávě proto, že v případě tzv. vytěsnění nemá akcionář možnost tomuto procesu zabránit, se při určení přiměřeného vypořádání vychází z (tržní) hodnoty podniku společnosti a základem pro určení přiměřeného vypořádání je pak podíl na této tržní hodnotě připadající na jednu akcii (účastnický cenný papír). Ve většině případů tento alikvotní podíl převyšuje tržní cenu samotných akcií (za uvedenou částku by zpravidla nebylo možné tyto akcie prodat) a již tím do určité míry reflektuje přiměřenost (spravedlnost) vypořádání mezi hlavním akcionářem a menšinovými (vytěsňovanými) vlastníky účastnických cenných papírů.“*[7]

Dle Nejvyššího soudu je tedy nutné, aby znalec v první řadě zjistil tržní hodnotu podniku společnosti a následně z této tržní hodnoty vypočetl alikvotní podíl připadající na jednu akcii. Přitom je nutné mít na paměti, že alikvotní podíl na tržní hodnotě podniku společnosti nepředstavuje tržní hodnotu samotné akcie. Pokud bychom totiž chtěli zjistit tržní hodnotu akcie, museli bychom zohlednit charakter této konkrétní oceňované akcie, respektive oceňovaného podílu, což v případě vytěsnění nepřipadá v úvahu.

V takovém případě by byl totiž předmětem ocenění podíl minoritních akcionářů, neboť právě ten je předmětem vytěsnění. To však odmítl Ústavní soud ve svém nálezu, ve kterém uvedl, že *„[…] by měla být použita hodnota podniku jako celku, nikoliv tedy menšinového podílu, který by rovněž připadal do úvahy, neboť právě ten je předmětem ocenění.“*[8]

Aplikovatelnost diskontů

Dle ustálené judikatury Nejvyššího soudu nesmí být hodnota akcie zjištěná znalcem při následném určování přiměřeného protiplnění snížena aplikací takzvaného diskontu za minoritu

Nelze uměle navyšovat hodnotu akcií v zájmu zvýhodnění minoritních akcionářů, neboť poskytované protiplnění musí být přiměřené jak z pohledu minoritního akcionáře, tak z pohledu hlavního akcionáře.

3 Srov. Usnesení Nejvyššího soudu sp. zn. 29 Cdo 3024/2016 ze dne 26. dubna 2018; Usnesení Nejvyššího soudu sp. zn. 29 Cdo 4568/2016 ze dne 23. srpna 2018.

4 Nejvyšší soud se v řízení sp. zn. 29 Cdo 3024/2016 zabýval situací, kdy soud znalci nesprávně zadal, aby stanovil výši přiměřeného (proti)plnění za jeden kus akcie. V tomto případě Nejvyšší soud dospěl k závěru, že *„[c]hybný postup soudu prvního stupně však sám o sobě nevedl k nesprávnému rozhodnutí ve věci, neboť znalec provedl ocenění podniku společnosti (tedy zodpověděl otázku skutkovou); skutečnost, že částku „připadající“ na jednu akcii společnosti označil posléze jako „přiměřené plnění“, nebránila soudu samostatně posoudit, zda tuto částku lze (s ohledem na další skutečnosti) považovat za přiměřené protiplnění ve smyslu § 183i a 183k ObchZ. Podle Nejvyššího soudu tedy došlo k chybnému zadání znaleckého úkolu, to však nemělo dopad na správnost rozhodnutí ve věci, neboť znalec správně zjišťoval hodnotu akcie, ačkoliv ji následně nesprávně označil jako přiměřené protiplnění“.*

5 Nález Ústavního soudu sp. zn. III. ÚS 647/15, bod 28.

6 § 390 odst. 1 ZOK: *„Vlastníci účastnických cenných papírů se mohou od splatnosti protiplnění domáhat po hlavním akcionáři práva na dorovnání, není-li poskytnuté protiplnění přiměřené hodnotě účastnických cenných papírů ke dni přechodu vlastnického práva na hlavního akcionáře.“*

7 Usnesení Nejvyššího soudu sp. zn. 27 Cdo 4585/2018 ze dne 18. září 2019.

8 Nález Ústavního soudu sp. zn. III. ÚS 647/15, bod 29.

a diskontu za likviditu.[9] Nepřípustnost použití těchto diskontů je opřena o racionální právní úvahu, neboť úzce souvisejí s charakteristikou menšinového podílu.

Aplikací diskontu za minoritu dochází ke snížení hodnoty akcie z toho důvodu, že je oceňován minoritní podíl, který nabyvateli umožňuje pouze omezenou možnost kontroly cílové společnosti. Aplikací diskontu za nízkou likviditu dochází ke snížení hodnoty akcie z toho důvodu, že oceňovaná akcie vykazuje nízkou míru obchodovatelnosti. Nízká likvidita *„minoritních“* akcií může nastat v důsledku situace, kdy hlavní akcionář drží více než 90 procent akcií a o menšinový podíl na trhu klesá zájem.

Nejvyšší soud šel ve svém nedávném rozhodnutí[10] ještě dál a výslovně vyloučil[11] aplikaci diskontu za nízkou likviditu již ve fázi zjišťování hodnoty akcie znalcem při použití takzvané DCF metody (metoda diskontovaných volných peněžních toků – cash flow). Jinými slovy, ani znalec při aplikaci metody DCF nesmí použít diskont za nízkou likviditu a diskont za minoritu. Tedy diskonty, které souvisejí s postavením akcionáře ve společnosti.

Obdobnou pozici zastává rovněž Ústavní soud, který uvedl, že diskont za likviditu je stejně jako diskont za minoritu diskontem na úrovni akcionáře a jako takové je *„[…] v případě vytěsnění menšinových akcionářů uplatnit nelze, neboť výsledkem by nebyla spravedlivá, ale tržní hodnota menšinového podílu“*.[12] Pro úplnost je nutné uvést, že Ústavní soud diskont za likviditu nevyloučil bezvýjimečně, neboť dle něj mohou nastat situace, kdy bude aplikace tohoto diskontu přípustná, pokud k tomu budou v konkrétním případě racionální důvody. Ústavní soud bohužel žádné příklady takových racionálních důvodů neuvedl.

Výše popsaný postup Ústavního soudu a Nejvyššího soudu je pochopitelný. Nucený přechod účastnických cenných papírů je totiž z pohledu minoritních akcionářů nedobrovolnou transakcí, které v podstatě nemohou žádným způsobem zabránit. Proto by v případě oceňování akcie neměl být vliv minority na hodnotu podílu zohledňován.

Na druhou stranu je nutné mít na paměti, že hlavní akcionář při vytěsnění pouze zákonným způsobem realizuje své právo a za to jej nelze sankcionovat tím, že by musel *„[…] ostatním akcionářům nabídnout za jejich účastnické cenné papíry plnění, které formálně odpovídá libovolně vysoké imaginární hodnotě dotčených cenných papírů, jak se tato hodnota jeví znalci, i kdyby na trhu (lhostejno, z jakých důvodů) takovou hodnotu v době vzniku povinnosti nebylo možné realizovat.“*[13]

Proto nelze uměle navyšovat hodnotu akcií v zájmu zvýhodnění (nebo dokonce odškodnění) minoritních akcionářů, neboť poskytované protiplnění musí být přiměřené, a tedy spravedlivé jak z pohledu minoritního akcionáře, tak z pohledu hlavního akcionáře. K tomu často dochází například použitím nebo naopak opomenutím některých dalších přirážek či diskontů (v praxi typicky přirážka za malou tržní kapitalizaci), které přicházejí v případě ocenění podniku v úvahu.

Přirážka za nízkou tržní kapitalizaci

Přirážka za malou tržní kapitalizaci, někdy také nazývána jako přirážka za malou společnost, stejně jako již zmíněné diskonty za minoritu a likviditu silně ovlivňuje konečnou hodnotu akcie. Její použití při ocenění metodou DCF má totiž za následek zvýšení diskontní míry, což vede ke snížení hodnoty podniku, potažmo akcií společnosti, zatímco její nepoužití má opačný efekt. Otázka jejího použití má tedy často významný vliv na výsledné ocenění.

Podstata této přirážky spočívá v zohlednění vlivu velikosti společnosti na její požadovanou výnosnost, neboť malé společnosti jsou pro investory zpravidla spojeny s vyšším investičním rizikem, a investoři tak za svoji investici do menších společností požadují vyšší výnos, který by vykompenzoval vyšší investiční riziko. Naopak velké a stabilní společnosti jsou investory vnímány logicky jako relativně *„bezpečné přístavy“*, a investoři tak za svoji relativně bezpečnou investici neočekávají nadstandardní navýšení výnosů.

Používání přirážky za malou tržní kapitalizaci v praxi potvrzuje i profesor Miloš Mařík.[14] Ve vztahu k její aplikovatelnosti jsou však mezi experty na problematiku oceňování vedeny diskuse o její existenci a použitelnosti. Z odborné obce považují velikostní přirážku za nespornou například Kohoutek, Podškubka a Hlaváč, podle kterých tato přirážka vyplývá

9 Srov. Usnesení Nejvyššího soudu sp. zn. 29 Cdo 4568/2016 ze dne 23. srpna 2018; Usnesení Nejvyššího soudu 29 Cdo 3024/2016 ze dne 26. dubna 2018.
10 Usnesení Nejvyššího soudu sp. zn. 27 Cdo 4585/2018 ze dne 18. září 2019.
11 V reakci na nález Ústavního soudu sp. zn. III. ÚS 647/15.
12 Nález Ústavního soudu sp. zn. III. ÚS 647/15, bod 31.
13 Viz usnesení Nejvyššího soudu sp. zn. 29 Cdo 4435/2016 ze dne 29. května 2018, bod 4; Ačkoliv se toto rozhodnutí vztahuje k povinným nabídkám převzetí, zastáváme názor, že je tento požadavek plně aplikovatelný také na nucený přechod účastnických cenných papírů.
14 MAŘÍK, M. Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy. 4., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2018, 550 s. ISBN 978-80-87865-38-5.

z odborných empirických studií Ibbotson 2014[15] a Duff & Phelps 2017[16]. Proto je podle nich nezbytné velikost společnosti *„[…] vždy posoudit a případně zohlednit“*, neboť se jedná o jev, který *„[…] je nezávislý na rozložení jednotlivých podílů na hlasovacích právech a nikterak nesouvisí s minoritní či majoritní pozicí akcionářů.“*[17]

Nicméně po právní stránce v současné době neexistuje přesvědčivé racionální právní odůvodnění pro její vyloučení v rámci oceňování podniku pro účely vytěsnění. Tato přirážka totiž není z vlastní povahy, a na rozdíl od diskontu za minoritu a likviditu, spojena s postavením akcionářů ani s jinou okolností spjatou s procesem vytěsnění. Přirážka za malou tržní kapitalizaci by tak po právní stránce měla být přípustná za předpokladu, že znalec ve znaleckém posudku přesvědčivě vysvětlí, z jakého důvodu v konkrétním případě přirážku za malou tržní kapitalizaci aplikoval (nebo naopak aplikovat odmítl). Jedná se totiž o otázku odbornou, k jejímuž posouzení je třeba odborných znalostí, kterými disponuje právě znalec.

Na tomto místě je nutné zdůraznit, že k přípustnosti či nepřípustnosti jiných přirážek a diskontů než výše uvedených diskontů za likviditu a minoritu se dosud Nejvyšší ani Ústavní soud nevyjádřily. Navíc může být vyloučení aplikovatelnosti jakýchkoliv dalších přirážek velmi diskutabilní, pokud takové vyloučení nebude opřeno o racionální právní úvahy, tak jako tomu je v případě diskontu za minoritu a likviditu. V takovém případě se totiž soud již dostává k otázkám, které jsou svým charakterem odborné a k jejichž posouzení je třeba odborných znalostí.

Konečně – ať už se znalec rozhodne jakoukoliv přirážku či diskont aplikovat nebo vyloučit, měl by výsledné ocenění ověřit další oceňovací metodou, je-li taková metoda dostupná. V praxi totiž mohou nastat, a často nastávají, situace, ve kterých mají znalci rozdílné odborné názory na aplikovatelnost různých přirážek a diskontů, což může vést k výsledkům ocenění, které se značně liší. Je nežádoucí, aby byl výsledek ocenění závislý na subjektivní úvaze konkrétního znalce o aplikovatelnosti dané přirážky či diskontu. Právě proto je více než vhodné, aby znalci výsledky ocenění zjištěné metodou DCF ověřili další (podpůrnou) oceňovací metodou a ověřili tak správnost výsledku zjištěného primární oceňovací metodou.

■■■

Na základě výše uvedeného a zejména již zmíněného nálezu Ústavního soudu lze uzavřít, že v případě vytěsnění minoritních akcionářů není rozhodná čistě tržní hodnota akcie. V takovém případě by totiž docházelo k aplikaci diskontu za minoritu a diskontu za likviditu, jelikož předmětem vytěsnění jsou akcie minoritních akcionářů. Spíše lze hovořit o spravedlivé tržní hodnotě akcie, tedy hodnotě akcie, jež vychází z tržní hodnoty společnosti, ale nezohledňuje postavení akcionářů a jejich akcií.

Ústavní soud tuto rozhodnou kategorii hodnoty označuje jako spravedlivou hodnotu[18], i když obsahově je totožná s hodnotou prosazovanou Nejvyšším soudem. Není až tak podstatné, jak tuto rozhodnou hodnotu nazveme, ačkoliv by pro posílení principu právní jistoty bylo vhodnější používat jednotný termín. Podstatné však je, že jak rozhodná kategorie prosazovaná Nejvyšším soudem (tržní hodnota bez použití diskontů na úrovni akcionáře), tak rozhodná kategorie prosazovaná Ústavním soudem (spravedlivá hodnota), mají totožný obsah. Tedy alikvotní podíl na tržní hodnotě podniku společnosti bez použití diskontu za minoritu a diskontu za nízkou likviditu, tedy diskontů, které zohledňují postavení akcionáře.

Použití konkrétních přirážek a diskontů může být v jednotlivých případech sporné, proto je nutné, aby soud v těchto situacích trval na verifikaci výsledku ocenění (zjištěného metodou DCF) i další oceňovací metodou, a nespokojil se tak s výsledkem ocenění často založeným na subjektivním vnímání znalce.

Použití konkrétních přirážek a diskontů může být v jednotlivých případech sporné, proto je nutné, aby soud v těchto situacích trval na verifikaci výsledku ocenění i další oceňovací metodou.

Martin Lukáš
partner,
Weinhold Legal

Jiří Kvaček
advokátní koncipient,
Weinhold Legal

15 Ibbotson SBBI 2014 Classic Yearbook: Market Results for Stocks, Bonds, Bills and Inflation. Chicago: Morningstar, 2014. ISBN 978-098-4950-041.
16 Duff & Phelps 2017 Valuation Handbook: International Guide to Cost of Capital – Market Results Through December 2016 and March 2017. Wiley, 2017a. ISBN 978-1-119-36676-8.
17 KOHOUTEK, P., PODŠKUBKA, T., HLAVÁČ, J. Squeeze-out a spravedlivá hodnota. Oceňování 2018/2.
18 Nález Ústavního soudu sp. zn. III. ÚS 647/15, bod 29.