

STANOVISKO

Datum: 4. srpna 2004

Ke způsobu určení ceny za účastnické cenné papíry v povinné nabídce převzetí a ve veřejném návrhu smlouvy o koupi akcií podle § 183c, resp. § 186a obchodního zákoníku

I: Cena při povinné nabídce převzetí (ustanovení § 183c obchodního zákoníku)

Vzhledem k tomu, že se na Komisi pro cenné papíry (dále jen „Komise“) často obracejí zejména minoritní akcionáři s obecným dotazem na způsob určení ceny za účastnické cenné papíry v tzv. povinných nabídkách převzetí, shrnula Komise v tomto dokumentu výklad ustanovení § 183c zákona č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník ve znění pozdějších předpisů (dále jen „obchodní zákoník“) s cílem vysvětlit, jaký význam v konkrétních situacích mají různé skutečnosti či údaje pro určení výše ceny nabízené v nabídce převzetí (dále také jen „odkupní cena“).

Charakteristika jednotlivých veličin určujících výši odkupní ceny

Výši odkupní ceny v povinných nabídkách převzetí ovlivňují následující veličiny:

- a) průměrná cena
- b) prémiová cena
- c) cena určená znaleckým posudkem

ad a) - Průměrná cena

Průměrná cena je zjišťována z cen obchodů s účastnickými cennými papíry realizovanými v době 6 měsíců před vznikem povinnosti učinit nabídku převzetí, které jsou evidovány Střediskem cenných papírů (dále jen SCP). SCP sdělí žadateli průměrnou cenu do tří pracovních dnů od doručení příslušné žádosti. Výpočet průměrné ceny provádí SCP ke dni uvedenému v žádosti. Jako metoda pro výpočet průměrné ceny je používán vážený aritmetický průměr. Podstatnou skutečností je, že do výpočtu průměrné ceny vstupuje i převod akcií (méně typicky jiných účastnických cenných papírů), který založil vznik povinnosti učinit nabídku převzetí (viz ustanovení § 183b odst. 1 obchodního zákoníku, poslední věta). Povinnost učinit nabídku převzetí je založena zpravidla převodem většího množství akcií, takže výsledná průměrná cena je tímto převodem výrazně ovlivněna. Tento převod přitom zpravidla není realizován na veřejném (regulovaném) trhu (tj. na Burze cenných papírů Praha či RM-SYSTÉMu). Komise si je vědoma, že samotná převodní cena dosažená za relativně nestandardních podmínek nemusí zobrazovat veškeré „ekonomické“ hodnoty dané transakce, a proto vždy přistupuje ke zkoumání všech okolností, které se týkají transakce, jež založila vznik povinnosti učinit nabídku převzetí (např. cena transakce je výsledkem

předchozího opčního kontraktu apod.). Na základě uvedeného zkoumání potom Komise posuzuje, do jaké míry je třeba přihlédnout k průměrné ceně při stanovení odkupní ceny (srov. dikci § 183c odst. 3 druhá věta obchodního zákoníku).

ad b) - Prémiová cena

Prémiová cena ve smyslu § 183c odst. 3 obchodního zákoníku **vzniká**, pokud akcionář nebo osoba jednající s ním ve shodě (dále též „povinné osoby“) nabyt v posledních 6 měsících cenné papíry, které jsou předmětem nabídky převzetí, za cenu vyšší, než je průměrná cena. Je tedy zřejmé, že prémiová cena se nezjišťuje pouze na základě transakční jednotkové ceny převáděných akcií v rámci transakce, jež založila vznik povinnosti učinit nabídku převzetí, nýbrž pro ověření jejího vzniku a výše se zkoumají všechny obchody, na základě kterých povinná osoba či osoby nabyly v uvedeném 6měsíčním období akcie cílové společnosti. Podstatné je, že **prémiová cena vzniká pouze**, pokud některá z jednotkových cen převáděných akcií ve výše popsáných transakcích **je vyšší než průměrná cena**. Komise opět s ohledem na potenciální nestandardnost transakce (především opět transakce, jež zakládá vznik povinnosti učinit nabídku převzetí) vždy přistupuje k ověření všech okolností, které mohou způsobit, že deklarovaná prémiová cena nezobrazuje veškeré „ekonomické“ hodnoty dané transakce. Pokud prémiová cena vznikne, vytváří se zákonem stanovená minimální hranice, od které se odvíjí cena v povinném odkupu. Pro názornost je použití a význam prémiové ceny ilustrován na níže zpracovaných příkladech (ustanovení § 183c odst. 3 obchodního zákoníku obsahuje možnost úpravy prémiové ceny).

ad c) - Cena určená znaleckým posudkem

Obchodní zákoník pro účely povinné nabídky převzetí požaduje vyžaduje zpracování a uveřejnění znaleckého posudku, který musí dokládat přiměřenost odkupní ceny hodnotě účastnických cenných papírů. Znalecký posudek musí obsahovat ocenění účastnických cenných papírů na základě využití standardních oceňovacích postupů (srov. § 183e odst. 8 písm. a) obchodního zákoníku, blíže viz. metodika Komise pro cenné papíry – Znalecké posudky pro účely povinných nabídek převzetí a veřejných návrhů smluv o koupi účastnických cenných papírů (ZNAL), která je dostupná na www.sec.cz v sekci „Informace pro profesionály“, podsekce „Metodiky a manuály“). Znalecký posudek je tedy třetím podkladem, od kterého se odvíjí cena nabízená při povinné nabídce převzetí. Znalecký posudek je vždy významným prvkem v procesu stanovení odkupní ceny (tedy i v případě, kdy vznikla např. prémiová cena), naprosto zásadního významu nabývá v případě, kdy nedošlo ke vzniku prémiové ceny. Je též nezbytné, aby znalecký posudek obsahoval zhodnocení průměrné ceny, zejména odůvodnění významu, který znalec přisuzuje průměrné ceně (znalecký posudek však musí obsahovat indikaci hodnoty

nezávislou na průměrné ceně; srov. mimo jiné i v této souvislosti zmíněnou metodiku Komise ZNAL).

K ilustrování významu jednotlivých veličin používaných pro určení odkupní ceny v povinné nabídce převzetí Komise zpracovala následující jednoduché příklady:

Společnost „*Navrhovatel*“ převedla dne **31.5. 2004** na svůj účet vedený v SCP **450 000** kusů akcií, které představují 10% podíl na hlasovacích právech ve společnosti „*Cílová společnost*“ za jednotkovou cenu za jednu akcii **1 500 Kč**. Ve spojení nově nabytého s již drženým majetkovým podílem získal *Navrhovatel* v *Cílové společnosti* majetkový podíl, který naplňuje hypotézu ovládnutí obsaženou v ustanovení § 66a odst. 5 obchodního zákoníku (*Navrhovatel disponuje více jak 40%* podílem na hlasovacích právech v *Cílové společnosti*). *Navrhovateli* proto podle ustanovení § 183b odst. 1 obchodního zákoníku vznikla dne **1.6. 2004** povinnost učinit nabídku převzetí všem majitelům akcií *Cílové společnosti*. Za účelem splnění své povinnosti *Navrhovatel* požádal SCP o výpočet průměrné ceny podle ustanovení § 183c odst. 4 obchodního zákoníku k **1.6. 2004**. Na základě výpočtu průměrné ceny *Navrhovatel* zjistil, že kromě jím realizovaného převodu byly v předcházejícím období 6 měsíců uskutečněny převody celkem 5 000 kusů akcií *Cílové společnosti*. Dále *Navrhovatel* zadal vypracování znaleckého posudku pro určení ceny přiměřené hodnotě akcií ke dni **30.5. 2004**. Cena určená znaleckým posudkem dosahuje výše **1300 Kč** za jednu akcii.

Navrhovatel se rozhoduje o výši ceny nabízené minoritním akcionářům *Cílové společnosti* v povinném odkupu v následujících odlišných situacích:

1) S PRÉMIOVOU CENOU:

Jednotková cena odvozená z 10% podílu na hlasovacích právech	Počet akcií	Průměrná cena obchodů bez 10% podílu na hlasovacích právech	Počet akcií
1 500 Kč	450 000	890,00 Kč	5000

Vážený průměr dle § 183c odst. 3
Cena určená znaleckým posudkem

1 493,30 Kč

1 300,00 Kč

Vznikla prémiová cena?

ANO

Prémiová cena - 15 %

1 275,00 Kč

Prémiovou cenu není možné v tomto případě snížit o maximální srážku ve výši 15 %, protože tato hodnota je nižší než vážený průměr (viz ustanovení § 183c odst. 3 Obchodního zákoníku)!

Minimální cena nabízená v povinné nabídce převzetí

1 493,30 Kč

Komentář k dílčí situaci

Protože *Navrhovatel* získal akcie *Cílové společnosti* za cenu vyšší, než je vážený průměr, došlo ke vzniku tzv. prémiové ceny. Vážený průměr byl výrazně ovlivněn jednotkovou cenou akcie v rámci převodu, který založil vznik povinnosti učinit nabídku převzetí. *Navrhovatel* nemůže provést nejvyšší zákonem povolenou srážku z prémiové ceny ve výši 15 %, protože takto snížená prémiová cena by byla nižší než vážený aritmetický průměr. Vzhledem k tomu, že cena určená na základě znaleckého posudku je nižší než vážený aritmetický průměr, musí *Navrhovatel* nabídnout v povinném odkupu akcií od minoritních akcionářů za jednu akcii *Cílové společnosti* minimálně **1 493,30 Kč**. Komise zdůrazňuje, že prémiová cena může v sobě zahrnovat hodnotu zvláštních efektů, které *navrhovatel* přisuzuje novému podílu v cílové společnosti (může se jednat např. o docílení žádoucího efektu ovládnutí či synergických efektů, kterých *Navrhovatel* ovládnutím *Cílové společnosti* dosáhne). Oproti tomu znalec určuje hodnotu na základě efektů, kterých je schopna *Cílová společnost* dosáhnout „sama“. Tato skutečnost může způsobit, že např. cena zjištěná znalcem je v tomto případě nižší než vážený aritmetický průměr.

2) BEZ PRÉMIOVÉ CENY:

Jednotková cena odvozená z 10% podílu na hlasovacích právech	Počet akcií	Průměrná cena obchodů bez 10% podílu na hlasovacích právech	Počet akcií
1 500 Kč	450 000	1 600,00 Kč	5000

Vážený průměr dle § 183c odst. 3
Cena určená znaleckým posudkem

1 501,10 Kč

1 300,00 Kč

Vznikla prémiová cena?

NE

Minimální cena nabízená v povinné nabídce převzetí

1 300,00 Kč

Komentář k dílčí situaci

Navrhovatel realizoval převod akcií za stejnou částku jako v předchozím případě. Odlišné je však chování účastníků trhu, kteří mohli např. těsně před vznikem povinnosti učinit nabídku převzetí spekulovat na vysokou odkupní cenu. Protože transakční jednotková cena akcie je nižší než průměrná cena z transakcí realizovaných bez účasti *Navrhovatele*, bude v tomto případě vážený průměr vyšší než „prémiová“ cena (i když samozřejmě vzhledem k váze „balíku akcií“, jehož převod způsobil vznik povinnosti učinit nabídku převzetí, je tato odlišnost minimální). Protože **prémiová cena nevznikla**, může (a musí) *navrhovatel* nabídnout odkupní cenu odpovídající výsledku znaleckého posudku. Znalecký posudek, který je přezkoumán Komisí, určuje cenu přiměřenou hodnotě akcií bez případných integračních efektů *Cílové společnosti* s *Navrhovatelem* (akcionář, který hodlá profitovat z těchto efektů, může setrvat v *Cílové společnosti*), a musí mimo jiné obsahovat vypořádání se znalce s hodnotou váženého aritmetického

průměru (tedy zejména zhodnocení rozdílnosti veličiny váženého aritmetického průměru oproti výsledku znaleckého ocenění, zdůvodnění opodstatněnosti výsledku znaleckého posudku – více viz. opět ZNAL).

II: Cena při veřejném návrh smlouvy o koupi akcií (ustanovení § 186a odst. 4 obchodního zákoníku)

Předchozí udělení souhlasu Komise je nezbytné taktéž pro uveřejnění veřejného návrhu smlouvy o koupi akcií ze strany společnosti, jejíž valná hromada rozhodla o zrušení kótace akcií na regulovaných trzích. V tomto případě se odkupní cena určuje na základě ustanovení § 186a odst. 4 obchodního zákoníku, které je vůči § 183c obchodního zákoníku speciální, takže § 183c se v případech veřejných návrhů smlouvy podle § 186a obchodního zákoníku nepoužije. Podle § 186a odst. 4 obchodního zákoníku „...*Společnost je povinna akcie koupit za cenu přiměřenou hodnotě akcií. Přiměřenost ceny musí být doložena posudkem znalce...*“. **Rozhodující pro určení výše odkupní ceny** ve veřejném návrhu smlouvy o koupi akcií činěném z důvodu zrušení kótace akcií společnosti na regulovaných trzích **je tedy znalecký posudek** dokládající přiměřenost ceny hodnotě akcií.

Často se objevuje otázka, zda je společnost při zrušení kótace oprávněna odkupovat akcie za cenu vyšší, než je cena přiměřená hodnotě akcií doložená posudkem znalce. Podle názoru Komise by bylo v rozporu s povinností členů představenstva společnosti jednat s péčí řádného hospodáře, pokud by připustili odkup akcií od akcionářů za cenu vyšší, než je cena přiměřená. Akcionáři, kteří nebyli adresáty veřejného návrhu smlouvy, by se v takovém případě mohli zřejmě oprávněně domáhat náhrady škody způsobené společnosti a jim samotným tím, že společnost (bez právního důvodu) zaplatila za akcie více, než požadují právní předpisy. V konečném důsledku by rozdíl mezi cenou přiměřenou a cenou skutečně zaplacenou totiž pravděpodobně nesli právě akcionáři, kteří jsou povinni akcie od společnosti na základě § 186a odst. 7 obchodního zákoníku za tam uvedených podmínek odkoupit.

Komise závěrem zdůrazňuje, že výše uvedený výklad k popisovaným povinnostem není vyčerpávající a je ve své obecnosti pouze rámcovým vodítkem jak pro osoby povinné učinit nabídku převzetí či veřejný návrh smlouvy o koupi akcií, tak pro jejich adresáty. Komise v každém správním řízení detailně zkoumá a přihlíží k okolnostem, jež mohou mít vliv na závěr o přiměřenosti odkupní ceny hodnotě účastnických cenných papírů.

Prezídium Komise schválilo dne 21. července 2004.

Kontaktní osoby:

- Ing. Rudolf Hájek, tel: 221 096 150, e-mail: rudolf.hajek@sec.cz
- Jan Chromý, tel: 221 096 445, e-mail: jan.chromy@sec.cz
- Mgr. Klára Cetlová, tel: 221 096 449, e-mail klara.cetlova@sec.cz