

# Squeeze-out a spravedlivá hodnota

*Pavel Kohoutek\* – Tomáš Podškubka\*\* – Jiří Hlaváč\*\*\**

## Úvod

V posledních letech se v oceňovací praxi i v teorii stále více používá pojem spravedlivá hodnota. Tato v zahraničí známá ale v českém znaleckém prostředí donedávna netknutá báze hodnoty je skloňována zejména v případě znaleckých posudků pro stanovení přiměřeného protiplnění pro účely nuceného přechodu účastnických cenných papírů (dále jen „squeeze-out“ nebo „vytěsnění“) dle § 375 a násl. zákona č. 90/2012 Sb. o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích), v platném znění, (dále jen „ZOK“), které jsou často předmětem soudních sporů.

Hlavní otázky týkající se spravedlivé hodnoty, které podle našeho názoru nejsou v českém prostředí vyřešeny a které budeme dále analyzovat, jsou:

1. Jakou bázi hodnoty má znalec použít při odhadu přiměřeného protiplnění pro účely squeeze-out?
2. Je znalec schopný sám odhadnout přiměřené protiplnění na bázi spravedlivé hodnoty?
3. Jak prakticky postupovat při odhadu spravedlivé hodnoty?

Tyto tři otázky se vzájemně prolínají, a proto nebude jejich odpověď v níže uvedených kapitolách striktně oddělena.

## Báze hodnoty pro účely odhadu přiměřeného protiplnění (squeeze-out)

Báze hodnoty při squeeze-out, který byl do českého práva implementován dne 3. května 2005<sup>1</sup>, byla v minulosti, kdy platila metodika *Znalecké posudky pro účely povinných nabídek převzetí a veřejných návrhů smluv o koupi účastnických cenných papírů* (dále jen „ZNAL“), jasně interpretována. S účinností od 29. září 2005 podléhaly všechny squeeze-outy dohledu Komise pro cenné papíry (dále jen „KCP“), která k hodnocení znaleckých posudků pro účely squeeze-outů používala metodiku ZNAL a znalci se jí také obvykle řídili. Při doložení přiměřenosti ceny hodnotě účastnických cenných papírů se dle metodiky ZNAL vycházelo z alikvotního podílu na tržní hodnotě čistého obchodního majetku (ZNAL, Příloha 2 – Nedostatky znaleckých posudků, str. 4). Tržní hodnota měla být stanovena v souladu s *Mezinárodními oceňovacími standardy* (dále jen „IVS“), (viz IVS, str. 18). V metodice ZNAL bylo jasně uvedeno, že nelze aplikovat srážky za minoritu (ZNAL, str. 7), přestože jinak je z ryze ekonomického hlediska jednoznačná jejich adekvátnost u odhadu hodnoty minoritního podílu (což bylo v minulosti prokázáno řadou empirických studií). Podle našeho názoru měl zákaz použití srážky za minoritu právě zohlednit princip stejného zacházení s akcionáři bez ohledu na počet jejich akcií či podle některých odborníků vyjádřit jakýsi prvek spravedlnosti.<sup>2</sup> Jednalo se o metodický postup, který byl jasný, nesporný a respektovaný.

\* Ing. Pavel Kohoutek – senior consultant; znalecký ústav TPA Valuation & Advisory s.r.o.

\*\* Ing. Tomáš Podškubka, Ph.D. – senior manager; znalecký ústav TPA Valuation & Advisory s.r.o.

\*\*\* Ing. Jiří Hlaváč, Ph.D. – partner; znalecký ústav TPA Valuation & Advisory s.r.o.

<sup>1</sup> Viz zákon č. 216/2005 Sb. kterým se měnil zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, zákon č. 99/1963 Sb., občanský soudní řád, zákon č. 189/1994 Sb., o vyšších soudních úřednících, a zákon č. 358/1992 Sb., o notářích a jejich činnosti (notářský řád) ze dne 3. května 2005

<sup>2</sup> Zde necháváme stranou spíše právní či filozofickou otázku definice toho, co je to spravedlnost v tomto případě.

Zjednodušeně řečeno nemělo hodnotu přiměřeného protiplnění ovlivnit rozložení podílů na hlasovacích právech minoritních a majoritních akcionářů.

Eliminace možnosti použití jiných srážek z hodnoty (resp. přírážek k diskontní míře) nebyla v metodice ZNAL nikterak upravena. To znamená, že tyto přírážky mohly být a byly standardně používány. Jedná se zejména o použití přírážek k diskontní míře z důvodu vlivu velikosti společnosti a likvidity. Podle našeho názoru se jedná o přírážky, které nemají nic společného s rozložením hlasovacích práv a postavením jednotlivých akcionářů. Přírážka za velikost zohledňuje vliv velikosti společnosti na její požadovanou výnosnost, resp. riziko. Jedná se o jev potvrzený empirickými studiemi, z jejichž závěrů se při oceňování standardně vychází (např. Ibbotson 2014, Duff & Phelps 2017) a používaný v praxi (Mařík 2018). Stejně tak přírážka za likviditu není ovlivněna rozložením hlasovacích práv a postavením jednotlivých akcionářů, ale jednoduše řečeno obchodovatelností předmětné akcie. Nejedná se tedy o přírážky, které by zohledňovaly rozdílné postavení minoritních akcionářů vůči majoritním akcionářům.

Aplikaci těchto přírážek ve znalecké praxi potvrzuje také naše analýza z roku 2016, která zkoumala znalecké posudky vypracované v letech 2005 a 2006. Znalecké posudky byly vypracovány pro účely vytěsnění nebo pro účely nabídek převzetí a poskytla nám je Česká národní banka (dále jen „ČNB“). Postup analýzy byl následující:

- Na základě veřejně dostupných informací jsme nashromáždili seznam 60 vytěsnění uskutečněných mezi daty 1. 11. 2005 a 19. 12. 2006 a seznam 26 nabídek převzetí uskutečněných v roce 2005, viz příloha č. 1.
- Na základě těchto seznamů jsme požádali ČNB o zpřístupnění souvisejících znaleckých posudků a příslušných rozhodnutí KCP.
- Na základě naší žádosti nám ČNB zpřístupnila předmětné znalecké posudky a příslušná rozhodnutí KCP následujícím způsobem:
  - Odkaz na oba dokumenty v internetové verzi Obchodního rejstříku vedeném Ministerstvem spravedlnosti ČR – [www.justice.cz](http://www.justice.cz)
  - Odkaz na znalecký posudek v internetové verzi Obchodního rejstříku vedeném Ministerstvem spravedlnosti ČR – [www.justice.cz](http://www.justice.cz) a zaslání rozhodnutí KCP datovou schránkou
  - Umožnění fyzického nahlížení do znaleckého posudku a rozhodnutí KCP v sídle ČNB s možností provádět kopie
  - Umožnění fyzického nahlížení do znaleckého posudku v sídle ČNB s možností provádět kopie a poskytnutí rozhodnutí KCP datovou schránkou

Výše uvedeným postupem jsme získali a analyzovali 86 znaleckých posudků, na jejichž základě KCP poskytla souhlas s vytěsněním nebo s nabídkou převzetí. V rámci těchto znaleckých posudků byly přírážky za velikost společnosti nebo za likviditu standardně používány a na základě těchto posudků byly poskytovány souhlasy ze strany KCP. Přírážka za velikost společnosti byla použita v 26 případech a přírážka za likviditu byla použita v 17 případech.

Metodika ZNAL byla v souvislosti s legislativními změnami<sup>3</sup> nahrazena v roce 2010 metodikou *Informace ČNB k oceňování účastnických cenných papírů pro účely povinných*

<sup>3</sup> Přijetí zákona č. 104/2008 Sb., o nabídkách převzetí

*nabídek převzetí, veřejných návrhů smlouvy a vytěsnění* (dále jen „OCE“). Dle této metodiky mimo jiné již není ani explicitně vyloučeno použití srážky za minoritu.

V souvislosti s tím jsme provedli analýzu znaleckých posudků, které měly být vyhotoveny v souladu s metodikou OCE. Zaměřili jsme se na použití/nepoužití srážek za minoritu, přírážek k diskontní míře za velikost společnosti a likviditu a obecně na případnou práci znalců a znaleckých ústavů s pojmem spravedlivá hodnota. Více uvádíme v následujících částech.

## Metodika ZNAL – výklad

Metodika ZNAL platila do 16. 8. 2010. Do roku 2008 bylo nutné u všech společností doložit zdůvodnění výše přiměřeného protiplnění znaleckým posudkem a rozhodnutím ČNB, dříve KCP. Od té doby je třeba rozhodnutí ČNB pouze u veřejně obchodovaných společností. Při posuzování vycházela ČNB z metodiky ZNAL, kde bylo uvedeno k bázi hodnoty následující (ZNAL, str. 15 – 16):

*„...Pro účely nabídek převzetí a veřejných návrhů smlouvy Komise vykládá pojem hodnota akcie jako alikvotní podíl na tržní hodnotě čistého obchodního majetku, přičemž v souladu s Mezinárodními oceňovacími standardy (IVS) pod pojmem tržní hodnota rozumí odhadnutou částku, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi koupěchtivým kupujícím a prodejchtivým prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, při jejímž uzavření by její strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“* (citace č. 1)

Princip alikvotního podílu na tržní hodnotě je dále potvrzen následující citací (ZNAL, str. 16):

*„Účelem ustanovení týkajících se povinné nabídky převzetí a povinného veřejného návrhu smlouvy je ochránit menšinového akcionáře před důsledky uskutečnění rozhodnutí, učiněného nebo předpokládaného ovládající osobou. V souladu s tím nelze menšinovému akcionáři přiznat případné výhody, které plynou z vlivu ovládnutí společnosti, jejíž akcie jsou předmětem ocenění, nelze však také vyžadovat, aby se podílel na případném snížení hodnoty účastnických cenných papírů v důsledku uskutečnění rozhodnutí, učiněného nebo předpokládaného ovládající osobou. **Proto Komise považuje za hodnotu uvedenou v § 183c odst. 3 obchodního zákoníku pro rata podíl na tržní hodnotě cílové společnosti, nikoliv tržní hodnotu účastnického cenného papíru.**“* (citace č. 2)

Dále byl princip pro rata podílu potvrzen vyloučením možnosti použití srážky za minoritu v metodice ZNAL (příloha č. 2, bod 2.9), kde bylo uvedeno následující:

*„Komise zastává názor, že v ocenění pro účely povinných odkupů nelze používat tzv. srážky za minoritu, které mají odrážet omezenou možnost minoritních akcionářů ovlivňovat řízení společnosti, s výjimkou metod ocenění, jejichž výsledkem je hodnota účastnického cenného papíru ve vlastnictví ovládající osoby. Výsledná hodnota ocenění by tedy neměla být závislá na rozložení akciových podílů ve společnosti. Tento postoj Komise opírá zejména o zásadu rovnosti a nediskriminace všech akcionářů jako základní zásadu akciového práva, promítnutou např. v zákazu zneužívání většiny, ale i menšiny hlasů ve společnosti. Zásada rovnosti všech akcionářů je specifikována pro účely nabídky převzetí v ustanovení § 183a odst. 10 obchodního zákoníku, který uvádí, že při nabídce převzetí musí být se všemi akcionáři společnosti, kteří se nacházejí ve stejném právním postavení, zacházeno stejně. Jsou-li tedy akcionáři bez ohledu na velikost jejich podílu majiteli stejných akcií, musí být i pro účely nabídky převzetí a veřejného návrhu smlouvy považována hodnota těchto akcií za shodnou, aby byla tato zásada dodržena.“* (citace č. 3)

Dle výše uvedeného byla v metodice ZNAL jasně vyloučena možnost aplikace srážek za minoritu. V souladu s tím praxe také srážky za minoritu pro účely vytěsnění v době platnosti metodiky ZNAL neměla používat. Při odhadu hodnoty přiměřeného protiplnění za cenné papíry byl tedy používán pro rata podíl na tržní hodnotě cílové společnosti bez možnosti použití srážky za minoritu. Ostatní prvky ocenění jako např. přírážky k diskontní míře za velikost společnosti a za její likviditu byly standardně používány.

### Metodika OCE – výklad

V srpnu 2010 došlo k vydání metodiky OCE, která mimo jiné zohledňovala legislativní změny zákona č. 104/2008 Sb., o nabídkách převzetí, jehož novela nabyla účinnosti 1. 4. 2008. Významnou změnou bylo zrušení povinnosti souhlasu ČNB se stanoveným přiměřeným protiplněním při vytěsnění u neobchodovaných společností na kapitálovém trhu. Předchozí souhlas byl od té doby požadován již pouze u účastnických papírů obchodovaných na evropském regulovaném trhu. V souvislosti s touto legislativní změnou se změnila i metodika.

Hlavní změnou v metodice OCE je přístup k ocenění, kdy se primárně vychází z kotované akcie a její ceny na burze (OCE, str. 7):

*„Co se týče způsobu odhadu hodnoty účastnického cenného papíru, za primární indikaci považuje ČNB jeho kurz na regulovaném trhu v České republice“ (citace č. 4)*

Kotované cenné papíry nemusí být oceněny znalcem, viz také § 392 ZOK. Lze využít služeb investiční společnosti, banky nebo vlastního útvaru.

Při odhadu hodnoty kótovaných cenných papírů je možnost použít pro ocenění i) tzv. prémiovou cenu, která vychází z historických reálných cen na regulovaném trhu, nebo ii) oceňovací metody v případě, kdy účastnický cenný papír nevykazuje na regulovaném předmětném trhu dostatečnou likviditu.

V případě, kdy společnosti nejsou kótované, je nutné přiměřenost doložit znaleckým posudkem. Metodika uvádí ke stanovení přiměřenosti následující (OCE str. 5):

*„Požadavek přiměřenosti znamená povinnost přihlédnout ke všem okolnostem, které lze rozumně považovat za významné pro stanovení hodnoty účastnických cenných papírů. Vzhledem k možnostem zákonné úpravy je požadavek přiměřenosti obecný a ponechává se tak praxi, jaká kritéria a postupy se v ní rozvinou. Je tedy věcí odborného a nestranného hodnocení, zda lze protiplnění považovat za přiměřené.“ (citace č. 5)*

Z výše uvedené citace vyplývá, že přesný postup a zvolení kritéria jsou ponechány na praxi a jejím vývoji. Dále je k postupu ocenění uvedeno následující (OCE str. 5):

*„Pro účely doložení přiměřenosti protiplnění hodnotě účastnických cenných papírů je způsobilý soubor metod ocenění založených na různých principech, pomocí kterých se zpravidla oceňuje společnost jako celek, přičemž hodnota akcie je poté určena jako alikvotní podíl na hodnotě čistého obchodního majetku.“ (citace č. 6)*

Výše uvedená citace je shodná s výkladem v metodice ZNAL (str. 15 – 16, kap. 4.2). Následující citace z metodiky OCE (viz str. 7) potvrzuje, že určením alikvotního podílu nejsme na konci odhadu přiměřeného plnění za cenný papír, a že je třeba cenný papír posuzovat samostatně.

*„Zákon o obchodních korporacích i zákon o nabídkách převzetí používají pojem „hodnota“ bez přesnějšího určení, jakou kategorii hodnoty měl zákonodárce na mysli. ČNB tento pojem chápe ve smyslu vymezení fair value v Mezinárodních standardech účetního*

*výkaznictví jako částku, za níž by bylo možné účastnický cenný papír směnit, a to při transakci mezi nezávislými, informovanými a ochotnými stranami.“ (citace č. 7)*

Z výše uvedené citace vyplývá, že ČNB chápe pod pojmem hodnota hodnotu na úrovni báze hodnoty fair value dle Mezinárodních standardů účetního výkaznictví (dále jen „IFRS“). Definicí fair value se zabývá standard IFRS 13. Fair value dle IFRS 13 je téměř shodná s market value dle IVS (viz dříve vysvětleno v IVS 2013, standard 300, odstavec G1 – G2 a v článku Čibera 2016). Proto dále operujeme s pojmem tržní hodnota, který je podle našeho názoru rozšířenější v praxi v ČR než pojem fair value dle IFRS 13. S použitím tržní hodnoty pro účely squeeze-outu také souhlasí Hejda a spol. 2014<sup>4</sup>. Druhá důležitá část je zdůraznění, že se jedná o částku, za kterou by bylo možné směnit účastnický cenný papír a nikoli všechny účastnické cenné papíry jako celek.

Samotná ČNB udává, že vytěsnění nesplňuje zcela definici market value (nebo fair value dle IFRS), ale není důvod na interpretaci pojmu rezignovat (OCE, str. 7):

*Jak totiž plyne z výše uvedené definice (poznámka autora: viz citace č. 7 výše), tato představuje zjednodušeně řečeno optimální situaci, za které by **minoritní akcionář** (zvýrazněno autorem) mohl zcizit své akcie a je mu tedy umožněno získat za nuceně vykoupené akcie minimálně stejné protiplnění jako v ideálním případě transakce uzavírané mezi nezávislými subjekty jednajícími informovaně, rozumně a bez jakéhokoliv nátlaku.“ (citace č. 8)*

Výše je uveden důležitý fakt, kdy je pohlíženo přímo na minoritního akcionáře a předpoklad možného prodeje jeho cenného papíru za tržních podmínek. Kdyby nedošlo k nucenému výkupu cenných papírů a minoritní akcionář by prodával svůj cenný papír v podmínkách obdobným doporučené báze tržní hodnoty, byla by tržní hodnota jistě ovlivněna také skutečností, že se jedná o prodej cenného papíru v minoritním postavení. Takový výklad dále potvrzuje i doporučený postup při odhadu přiměřeného protiplnění za kotované cenné papíry (OCE, kapitola 3.2, str. 7):

*„Co se týče způsobu odhadu hodnoty účastnického cenného papíru, za primární indikaci považuje ČNB jeho kurz na regulovaném trhu v České republice (bližší viz „Průměrná cena“).“ (citace č. 9)*

V rámci tohoto článku nebudeme hodnotit samotné promítnutí či kvantifikaci minority v rámci ocenění. Naším cílem je pouze zdůraznit, že metodika OCE její promítnutí nevylučuje a přímo uvádí, že je třeba na cenný papír pohlížet okem tržní hodnoty. Avšak okem tržní hodnoty na cenný papír, který nezakládá kontrolu nad společností. Tímto podle našeho názoru došlo k posunu v metodice OCE ve srovnání s metodikou ZNAL. Na základě naší diskuse s autory metodiky OCE je zřejmé, že autoři jsou si vědomi, že se již přímo

<sup>4</sup> Komentář k § 376 ZOK, Přiměřené protiplnění: „Klíčovým kritériem pro posouzení poskytnutého protiplnění je jeho přiměřenost, kterou v ústavněprávní rovině vykládáme jako právo vlastníků přecházejících účastnických cenných papírů obdržet dostatečnou hospodářskou kompenzaci práv k cenným papírům, o něž byli v důsledku přechodu nuceně připraveni. Přiměřené protiplnění by **samozřejmě** mělo odpovídat **tržní hodnotě daných účastnických cenných papírů**, přičemž okamžik, ke kterému se odpovídající hodnota účastnických cenných papírů (resp. výše přiměřeného protiplnění) zjišťuje, se liší podle způsobu jeho následného doložení. V případě posudku znalec posuzuje přiměřenost výše protiplnění ke dni zpracování znaleckého posudku, který tak z důvodu zachování jeho aktuálnosti, nesmí být nikdy zhotoven dříve než 3 měsíce před doručením žádosti. Nicméně s ohledem na nepopíratelnou skutečnost, že i v rámci vymezeného období 3 měsíců může dojít k podstatným ekonomickým změnám působícím na akciovou společnost, a tudíž i na účastnické cenné papíry, vkládá zákonodárce do rukou jednotlivých vlastníků přecházejících účastnických cenných papírů obecnou možnost se, na základě § 390 odst. 1 ZOK, po hlavním akcionáři domáhat svého práva na dorovnání, není-li poskytnuté protiplnění přiměřené hodnotě účastnických cenných papírů ke dni přechodu vlastnického práva na hlavního akcionáře.“ (Hejda a spol., 2014)

nevylučuje použití srážky z hodnoty za minoritu. Dva postupy, odhad hodnoty přes ocenění celé společnosti, nebo skrze data z obchodování akcie na kapitálovém trhu, v metodice nejsou podle našeho názoru zcela konzistentně vysvětleny, přesto si metodiku vykládáme tak, že hlavním cílem je odhad hodnoty akcie na úrovni tržní hodnoty se všemi souvisejícími prvky. Vzhledem k aktuální praxi a přístupu znaleckých ústavů se aktuálně jedná o otevřenou otázku, zda je možné srážku z hodnoty za minoritu v případě squeeze-outu použít.

### **Přirážky za velikost a likviditu**

Jak metodika ZNAL tak metodika OCE nevylučují používání přirážek k výši nákladů na vlastní kapitál. Přirážky, které dle našeho názoru lze standardně používat při odhadu přiměřeného protiplnění, jsou:

1. Přirážka za velikost společnosti
2. Přirážka za likviditu

Přirážka za velikost zohledňuje vliv velikosti společnosti na její požadovanou výnosnost, resp. riziko. Jedná se o jev potvrzený empirickými studiemi (např. Ibbotson 2014, Duff & Phelps 2017) a používaný v praxi (Mařík 2018).

Standardně používaný model pro odhad nákladů na vlastní kapitál při použití výnosové metody je model CAPM. Model CAPM vychází z dat o společnostech obchodovaných na kapitálových trzích. Tyto společnosti jsou obvykle střední a větší velikosti než společnosti oceňované v ČR. Velké obchodní závody jsou přitom obecně investory vnímány jako méně rizikové než obchodní závody malé. Ekonomická teorie tento závěr potvrzuje s tím, že důsledkem této situace je také to, že investoři do menších obchodních závodů požadují za vyšší podstoupené riziko také vyšší výnosnost investovaného kapitálu. Tuto úroveň nákladů vlastního kapitálu v případě menších společností však základní model CAPM nezachycuje. Výše uvedené argumenty tedy nutně vedou k tomu, aby v nákladech vlastního kapitálu zjištěných pomocí základního modelu CAPM byla zohledněna opodstatněná přirážka za podstoupení rizika investice do menšího obchodního závodu. Tento jev je potvrzen např. v empirické studii Ibbotson 2014 a Duff & Phelps 2017, kde je uvedeno použitelné rozmezí přirážky za velikost společnosti od 0 % do 11 %, a to jak na amerických datech, tak na evropských datech. Velikost společnosti je třeba vždy posoudit a případně zohlednit. Jedná se o jev, který je nezávislý na rozložení jednotlivých podílů na hlasovacích právech a nikterak nesouvisí s minoritní či majoritní pozicí akcionářů.

Stejně tak přirážka za likviditu není ovlivněna rozložením hlasovacích práv, ale jednoduše neobchodovatelností předmětné akcie. Její podstatou je zohlednit vliv omezeného, úzkého a neaktivního trhu při prodeji cenného papíru. Opět se jedná o jev, který je nutné posuzovat z pohledu celé předmětné společnosti.

Nejedná se tedy ani v jednom případě o přirážky, které by zohledňovaly postavení minoritních akcionářů vůči majoritním akcionářům, a proto je podle našeho názoru nutné při odhadu tržní hodnoty jejich případný vliv na hodnotu posoudit a případně zohlednit bez ohledu na účel ocenění, tedy i v případě odhadu přiměřeného protiplnění při vytěsnění.

### **První diskuse ke spravedlivé hodnotě a její nesprávná aplikace**

V českém oceňovacím prostředí je spravedlivá hodnota stále předmětem diskuzí. Definice toho, co je to prvek spravedlnosti, jde podle našeho názoru za rámec práce znalce či znaleckého ústavu jako ekonomického specialisty. Snaha o zahájení diskuse k tématu báze spravedlivé hodnoty je provedena např. v článku Mařík a Maříková 2013 a v publikaci Mařík 2018.

## Definice spravedlivé hodnoty

Spravedlivou hodnotu (*angl. Equitable Value*) podle IVS představuje odhadnutá cena za směnu majetku nebo závazku mezi informovanými, identifikovanými a ochotnými stranami, která odráží příslušné zájmy těchto stran. (International Valuation Standards Council, 2017, str. 21).

## Článek Mařík a Maříková 2013 a publikace Mařík 2018

Autoři v článku z roku 2013 uvádějí diskusi k pojmu férová (spravedlivá) hodnota. První důležitou charakteristikou, kterou uvádějí, je fakt, že by se mělo jednat o hodnotu, která je přijatelná z hlediska konkrétních stran, které známe. Proto se hlavně v případě soudních sporů může přirozeně objevit prvek spravedlnosti. Důležitou otázkou však je, zda se jedná o prvek, který může z odborného hlediska uchopit znalec jako ekonomický odborník. Prvek spravedlnosti je zde právě např. komentován jako vliv, kdy je jedna ze stran do jisté míry zvýhodněna, ač k tomu ekonomicky není důvod. Je přitom nezbytné, aby potenciálně znevýhodněná strana byla známa a byly známy všechny okolnosti a souvislosti jejího vlastnictví předmětu ocenění (v případě cenných papírů např. jak dlouho je vlastní, proč je vlastní, jaké s nimi má či měla záměry, zda a jak vykonávala akcionářská práva atp.)

Hlavním problémem použití spravedlivé hodnoty je podle našeho názoru její vyčíslení. Autoři Mařík a Maříková jako možný způsob promítnutí prvků spravedlivé hodnoty uvádějí nepoužití srážky za minoritu nebo přirážky k diskontní míře za malý podnik (neboli již výše uvedenou přirážku za velikost). V případě nepoužití srážky za minoritu se podle našeho názoru jedná o cestu, která v základní logice dává smysl, byla historicky a je dnes stále v praxi používána, viz kapitola *Báze hodnoty pro účely stanovení přiměřeného protiplnění (squeeze-out)* výše. Druhá navrhovaná úprava v podobě nepoužití přirážky k diskontní míře za velikost společnosti podle našeho názoru ekonomicky nedává smysl. Riziko z důvodu velikosti společnosti dopadá na celý podnik stejně, aniž by se měnilo se změnou poměru hlasovacích práv jednotlivých akcionářů, viz blíže vysvětleno výše v kapitole *Báze hodnoty pro účely stanovení přiměřeného protiplnění (squeeze-out)*.

Důležitým závěrem článku Mařík a Maříková 2013 je fakt, že autoři sami uvádějí, že diskuse k aplikaci a kalkulaci férové (spravedlivé) hodnoty je otevřena a měla by probíhat v součinnosti se zákonodárným aparátem a soudy. Znalec jako ekonomický odborník podle našeho názoru nemá znalosti a schopnosti, aby byl schopen ekonomicky vyčíslit vliv prvku spravedlnosti bez součinnosti se soudem či odpovídající úpravy v legislativě. Hledání spravedlnosti musí nutně zahrnovat i zkoumání účastníků řízení, jejich motivací, způsobu, jak akcie nabyli, proč je drží a drželi a mnoho dalších aspektů. Jak jinak by šlo vyhodnotit, zda je konkrétní plnění spravedlivé a zda slovy definice spravedlivé hodnoty odráží „zájmy stran“. Co je spravedlivé pro jednu stranu, nemusí být nutně spravedlivé pro tu druhou. Právní ochrana ve smyslu míry spravedlnosti pro obě strany by se měla lišit dle individuálních případů s důrazem například na motiv, který vedl akcionáře ke koupi akcií a délku jejich držby.

V případě navrhované přirážky k diskontní míře za velikost společnosti je podle našeho názoru jednoznačně ekonomicky nelogické vylučovat její použití pro možný odhad spravedlivé hodnoty.

Výše uvedený obsah článku Mařík a Maříková 2013 je součástí také publikace Mařík 2018, která obsahuje stejné návrhy a diskusi řešení přístupu ke spravedlivé hodnotě. V publikaci Mařík 2018 je k nepoužití přirážky za velikost také přidána k diskusi přirážka za nízkou likviditu a další specifické přirážky (Mařík 2018 str. 47).

Pokud by byly teze o nepoužití výše uvedených přírážek v odborné veřejnosti přijaty, došlo by k absurdní situaci, kdy by ocenění akcií pro účely squeeze-outu bylo stejné bez ohledu na to, zda je předmětná společnost velká či malá, obchodovaná na burze či nikoliv. Bez použití těchto přírážek by totiž musela být vždy použita diskontní míra, která je vhodná pro velkou a na burze kotovanou společnost.

Autoři také ke spravedlivé hodnotě uvádějí (Mařík 2018, str. 33):

*„...její základní smysl a princip je sice jasný, ale konkrétní provedení bude pro každou situaci jiné a na rozdíl od ostatníchází hodnoty tak pro ni nejsou k dispozici obecně aplikovatelná podrobnější pravidla.“* (citace č. 10)

Tato citace je podle nás důležitá a potvrzuje, že není k dispozici ucelený postup, jak spravedlivou hodnotu kvantifikovat. Upozorňujeme, že se podle našeho názoru stále jedná o otevřený problém, který je nutné dále diskutovat.

Domníváme se, že za současné legislativní úpravy by znalec neměl tzv. spravedlivou hodnotu pro účely vytěsnění odhadovat.

### **Analýza použití spravedlivé hodnoty**

Dále jsme provedli analýzu se zaměřením na případné použití báze spravedlivé hodnoty v praxi. V rámci naší analýzy jsme analyzovali 95 znaleckých posudků vypracovaných v době, kdy platila metodika OCE a byl publikován článek Mařík a Maříková 2013.

Sledované období, za které tato analýza byla provedena, bylo stanoveno od 1. 1. 2013 do 23. 12. 2015. Zdrojem společností, ve kterých proběhlo vytěsnění, byla webová stránka [www.in-server.cz](http://www.in-server.cz), která se touto problematikou mimo jiné zabývá. V rámci sledovaného období proběhlo dle výše uvedeného serveru vytěsnění minoritních akcionářů celkem u 122 společností. Seznam společností, kde proběhlo vytěsnění, je uveden v příloze č. 2. Po získání seznamu společností, kde proběhlo vytěsnění, jsme využili internetovou verzi Obchodního rejstříku spravovanou Ministerstvem spravedlnosti [www.justice.cz](http://www.justice.cz). Takto se podařilo dohledat 95 znaleckých posudků. Ve zbývajících případech nebyl v Obchodním rejstříku znalecký posudek uložen.

V rámci analýzy jsme hodnotili, zda znalec použil srážku za minoritu, přírážky k diskontní míře za velikost a likviditu společnosti, jakou bázi hodnoty zvolil pro své ocenění a jak jí zdůvodnil.

Analýza použití srážky za minoritu má jasný závěr. V žádném z analyzovaných posudků nebyla použita srážka za minoritu. To jasně ukazuje, že praxe pro účely odhadu hodnoty přiměřené hodnoty protiplnění za akcie srážku za minoritu nepoužívá, a to i přesto, že její použití není dle metodiky OCE vyloučeno.

Přírážky za velikost společnosti a její likviditu byly v těchto posudcích používány. Přírážka za velikost společnosti byla použita ve 45 případech a za omezenou likviditu v 16 případech.

Při analýze použití hodnotové báze jsou závěry analýzy také zajímavé. Přesto, že sama metodika OCE doporučuje použít tržní bázi hodnoty, někteří znalci přímo v posudku uvádějí, že stanovují netržní hodnotu, a to hodnotu spravedlivou nebo férovou. Celkem jsme narazili na 13 takových případů. Někteří znalci uvádějí v souladu s metodikou OCE, že určují alikvotní podíl na tržní hodnotě celého podniku. Ve dvou případech se dokonce znalec v roce 2013 odkazoval na metodiku ZNAL, která již v době vypracování posudku a pro datum ocenění použité ve znaleckém posudku neplatila.

Přestože má metodika OCE pouze doporučující charakter, je souhrnem kritérií, podle kterých ČNB posuzuje znalecké posudky a zdůvodnění přiměřenosti protiplnění v souvislosti s povinnou nabídkou převzetí, veřejným návrhem smlouvy a vytěsněním. Dle ČNB, dodržení v metodice uvedených zásad pro zpracování ocenění a splnění základních požadavků na obsahové náležitosti, by mělo přispět ke zvýšení jeho věrohodnosti jako dokladu o přiměřenosti navrhovaného protiplnění hodnotě účastnických cenných papírů. S použitím tržní hodnoty souhlasí také Hejda 2014, viz poznámka pod čarou č. 4.

O použití jiné než tržní hodnoty se v metodice OCE nemluví. Dokonce je zde zdůrazněno, že by na ní nemělo být rezignováno. Přesto se setkáváme se znaleckými posudky, které uvádí použití jiné než tržní hodnotové báze. Znalci přes určení jiné hodnotové báze než tržní používají postupy, které se používají pro odhad tržní hodnoty. Jedná se o absurdní stav, kdy znalec uvádí, že používá netržní bázi hodnoty, ale je pochopitelné, že jelikož není v praxi žádný zavedený postup pro odhad spravedlivé či férové báze hodnoty, znalec postupuje tak, jakoby odhadoval tržní hodnotovou bázi.

V praxi se občas setkáváme s hledáním jiné než tržní hodnoty pro účely vytěsnění minoritních akcionářů. Avšak z metodiky OCE a legislativního výkladu podle našeho názoru vyplývá, že vhodná báze hodnoty pro tyto účely je tržní hodnota (market value) dle IVS. To ukazuje na nepříjemný fakt, že znalci se pouštějí do oblasti, která není metodicky upravena a praxe jí zatím pouze krátce diskutuje, aniž by existovala shoda na úrovni znalců, soudů a legislativy.

## Spravedlnost

Jsme toho názoru, že zohlednění prvku spravedlnosti (pokud by byla příslušná ustanovení ZOK takto interpretována)<sup>5</sup> by měly řešit soudy. Znalec nebo znalecký ústav by se měli držet ekonomické roviny, ve které jsou odborníky. Znalec by měl být schopen odhadnout tržní hodnotu pomocí standardních oceňovacích metod. Postupy vedoucí k tržní bázi hodnoty jsou totiž předmětem studijních oborů v rámci vysokoškolského i postgraduálního studia, jsou upraveny řadou používané literatury a hluboko zakořeněny v praxi. Přístup k případné spravedlivé či férové hodnotě je z tohoto pohledu v rámci České republiky absolutně netknutý.<sup>6</sup>

Jak již bylo uvedeno výše, spravedlivá hodnota by měla zohledňovat konkrétní postavení jednotlivých stran. Tato víceméně právní analýza však přísluší podle našeho názoru výlučně soudu. Znalec se nemůže vyjadřovat k otázkám právní povahy, viz např. § 13, odst. 1 vyhlášky 37/1967 Sb. k provedení zákona o znalcích a tlumočnících:

*„(1) Příslušný orgán, který v řízení ustanovil znalce, vymezí ve svém opatření jeho úkol, podle okolností případu též formou otázek tak, aby se znalec zabýval jen takovými skutečnostmi, k jejichž posouzení je třeba jeho odborných znalostí.“*

a související judikatura<sup>7</sup>.

Pokud by v budoucnu převládla interpretace směřující k upřednostnění zájmů minoritních akcionářů např. i formou požadavku na odhad spravedlivé hodnoty, měl by to být soud, kdo bude zohledňovat všechny skutečnosti, které mají na dosažení spravedlnosti vliv. Jedním z kritérií by např. mohlo být to, jakým způsobem se minoritní akcionář dostal do

<sup>5</sup> Jak bylo uvedeno výše v tomto článku, autoři vnímají aktuální situaci tak, že ZOK implikuje odhad tržní hodnoty.

<sup>6</sup> Tím nechceme tvrdit, že odhad tržní hodnoty je snadný. Koncept tržní hodnoty je ovšem ve srovnání se spravedlivou hodnotou poměrně jasně ukotven a běžně používán.

<sup>7</sup> Judikát - č. j.: 22 Cdo 3035/2006

svého minoritního postavení. V mnoha případech se může jednat o situaci, kdy minoritní akcionář již při nákupu akcie vstupoval do minoritního postavení. To znamená, že také on platil za akcii „minoritní“ cenu a znal odpovídající legislativu a z ní vyplývající rizika, jako např. možnost vytěsnění. Tato rizika zřejmě byla v jeho kupní ceně zohledněna. Avšak poté, co dojde k realizaci jednoho z rizik v podobě vytěsnění minoritních akcionářů, je obvyklé, že minoritní akcionář požaduje hodnotu akcie, která není zatížena riziky minoritního postavení. To znamená, že požaduje vyšší hodnotu, než za kterou akcii pořídil, za předpokladu, že jiné faktory hodnotu resp. cenu akcie neovlivnily. V takovém případě je třeba pohlížet na spravedlnost z obou stran, jelikož v jednoduchém příkladu, kdy majoritní akcionář vstoupil do majoritního postavení nákupem majoritního balíku, zaplatil z ekonomické logiky vyšší cenu za jednu akcii ve srovnání s minoritním akcionářem. Minoritní akcionář platil méně právě proto, že má minoritní postavení a hrozí riziko vytěsnění. V případě realizace vytěsnění pak vlastně majoritní akcionář platí bonus minoritnímu akcionáři, který šel do minoritního postavení dobrovolně (často s plným vědomím a těsně před realizací vytěsnění), aniž by takový postup dával minimálně z ekonomického hlediska smysl. Nechť si čtenář sám vyhodnotí, jestli je to spravedlivé, pro koho a za jakých okolností.

## Závěr

V rámci článku uvádíme náš názor v oblasti, která by měla být řešena v rámci znalecké oceňovací praxe konzistentně. Jedná se o oblast, kde by znalec neměl mít možnost inovativního přístupu a možnost subjektivního výkladu zákona. Naopak si myslíme, že se jedná o oblast, ke které by se mělo přistupovat v praxi jednotně a případné nové přístupy by měly projít nejdříve důkladnou diskusí jak na poli ekonomickém tak legislativním.

V článku se věnujeme tzv. spravedlivé hodnotě, se kterou jsme se setkali v některých případech ocenění pro účely vytěsnění. Podle našeho názoru za současné legislativy a metodických postupů by znalec jakožto ekonomický odborník neměl tzv. spravedlivou hodnotu používat. Pro účely vytěsnění by na základě aktuálně dostupných výkladů ZOK a našeho názoru měla být použita báze hodnoty tržní. Při odhadu tržní hodnoty podle našeho názoru musí být v principu použity přírážky k diskontní míře včetně přírážky za malou společnost a nižší likviditu. Jedná se totiž o přírážky, které jsou nezávislé na rozložení jednotlivých podílů na hlasovacích právech a nijak nesouvisí s minoritní či majoritní pozicí akcionářů. Bez použití těchto přírážek bude diskontní míra vždy reflektovat situaci velké a na burze kotované společnosti, což jistě není ekonomicky odůvodnitelné v situaci malé a/nebo na burze nekotované společnosti.

Pojem spravedlivá hodnota a její možné použití jako báze hodnoty při ocenění je v české praxi podle našeho názoru na počátku diskuze. Vzhledem k tomu, že definice pojmu spravedlnosti je otázkou právní či filozofickou, není možné, aby ekonomický odborník - znalec určoval, co je a není spravedlivé. Proto je důležité, aby se do diskuze zapojili také soudci, a to se znalostí ekonomické podstaty pozice jednotlivých zúčastněných stran a s rozlišením pozadí, které s postavením zúčastněných stran souvisí. Jedna z prvních diskuzí v tomto směru byla iniciována v článku Mařík a Maříková 2013. Problémem spravedlivé hodnoty je dále případná metodika jejího odhadu, která v praxi neexistuje. Mařík a Maříková (2013 a 2018) navrhuji např. nepoužití některých srážek z hodnoty a přírážek v rámci stanovení diskontní míry. V rámci tohoto návrhu podle našeho názoru není vhodné a nedoporučujeme, aby dosažení „spravedlnosti“ bylo řešeno nepoužitím přírážky za velikost společnosti nebo přírážky za likviditu. Obě přírážky podle našeho názoru nemají z ekonomické logiky vztah k rozložení hlasovacích práv mezi akcionáři ani k jejich rozdílnému postavení ve společnosti, a proto není důvodu, aby v případě vytěsnění bylo jejich použití bez dalšího zakázáno.

Podle našeho názoru by toto téma mělo být dále diskutováno mezi znalci, soudci a zákonodárci.

## Literatura:

- [1] Česká národní banka. (2014): Informace ČNB k oceňování účastnických cenných papírů pro účely povinných nabídek převzetí, veřejných návrhů smlouvy a vytěsnění (OCE).
- [2] *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.
- [3] HEJDA, Jan, BACHROŇOVÁ, Nina, DIVIŠOVÁ, Karina, FINGER, Libor, PROSSER Martin, VANĚČKOVÁ, Veronika (2014): *Akciová společnost.* Anag, 2014, 439 s. ISBN 978-80-7263-891-8.
- [4] *Ibbotson SBBI 2014 Classic Yearbook: Market Results for Stocks, Bonds, Bills, and Inflation.* Chicago: Morningstar, 2014. ISBN 978-098-4950-041.
- [5] INTERNATIONAL VALUATION STANDARDS COUNCIL. *International valuation standards.* 2017. London: International Valuation Standards Council, 2017. ISBN 978-0-9931513-0-9.
- [6] KOMISE PRO CENNÉ PAPIRY. Znalecké posudky pro účely povinných nabídek převzetí a veřejných návrhů smluv o koupi účastnických cenných papírů (ZNAL). 2004.
- [7] KRABEC, Tomáš. *Oceňování podniku a standardy hodnoty.* 1. vyd. Praha: Grada, 2009, 261 s. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-2865-0.
- [8] MAŘÍK, Miloš, MAŘÍKOVÁ, Pavla (2013): *Diferenciace hodnotovýchází a problém tržní kapitálové struktury při oceňování českých podniků.* Soudní inženýrství, 2013, roč. 24, č. 3, str. 237 – 246.
- [9] MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy.* 1. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 548 s. ISBN 978-80-86929-80-4.
- [10] MAŘÍK, Miloš. *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.
- [11] MAŘÍKOVÁ, Pavla a Miloš MAŘÍK. *Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku.* Vyd. 1. Praha: Oeconomica, 2007, 242 s. ISBN 978-80-245-1242-6.
- [12] ČIBERA, Roman (2016): *Fair Value: Rozdíly v pojetí hodnoty v rámci finančního účetnictví a oceňování aktiv.* Český finanční a účetní časopis, 2016, roč. 11, č. 1, str. 49-65.

## **Squeeze-out a spravedlivá hodnota**

*Pavel Kohoutek – Tomáš Podškubka – Jiří Hlaváč*

### **ABSTRAKT**

Článek se zabývá problematikou použití vhodné báze hodnoty při ocenění zejména pro účely vytěsnění (neboli squeeze-outu). V poslední době se v praxi objevuje báze spravedlivé hodnoty. V první části článku je uvedeno shrnutí metodiky ZNAL a OCE se zaměřením na volbu správné báze hodnoty při ocenění pro účely squeeze-outu. Takovou bází je podle názoru autorů báze tržní hodnoty. Při ocenění pro účely squeeze-outu nelze z ekonomické logiky eliminovat v rámci odhadu diskontní míry přírážku za velikost společnosti a za omezenou likviditu. Na závěr se článek věnuje prvním diskuzím k možnému použití báze spravedlivé hodnoty. Přístup k spravedlivé bázi hodnoty není podle názoru autorů v české teorii a praxi jednoznačně uzavřen. Přesto je v praxi tato báze hodnoty špatným způsobem používána. Neexistuje jasně daný postup, jak spravedlivou hodnotu odhadnout a zejména ani není možné, aby ekonomický specialista rozhodoval, co je spravedlivé. O spravedlnosti by měl rozhodovat soud.

**Klíčová slova:** Spravedlivá hodnota; Squeeze-out; Tržní hodnota.

## **Squeeze-out and equitable value**

### **ABSTRACT**

The article deals with the use of appropriate basis of value, especially for squeeze-out purposes. Recently, an equitable value base has emerged. The first part of the paper presents a summary of the ZNAL and OCE methodology, focusing on choosing the right base of value for squeeze-out purposes. According to the authors, such a base is the market value. For the squeeze-out purposes, the economic logic is not to eliminate the size premium and the lower liquidity premium when estimating a discount rate. Finally the article is dedicated to the first discussion of the possible use of an equitable value base. Approach to an equitable value base is not unambiguously closed in the Czech theory and practice. Yet, in practice, this base of value is misused. There is no clear procedure for estimating the equitable value and, in particular, it is not possible for the economic specialist to decide what is just. Justice should be decided by court.

**Key words:** Equitable value; Squeeze-out; Market value.

**JEL classification:** G30

**Příloha č. 1 - Seznam analyzovaných nabídek převzetí a squeeze - outů realizovaných mezi daty 1. 11. 2005 až 19. 12. 2006**

<b>Společnost</b>	<b>Účel znaleckého posudku</b>
AGROSTROJ Pelhřimov, a.s.	nabídka převzetí
Českomoravské doly, a.s.	nabídka převzetí
Český Telecom, a.s.	nabídka převzetí
ČKD PRAHA DIZ, a.s.	nabídka převzetí
GUMOTEX, a.s.	nabídka převzetí
KDYNIIUM a.s.	nabídka převzetí
METALIMEX, a.s.	nabídka převzetí
nkt cables, a.s.	nabídka převzetí
OKD, a.s.	nabídka převzetí
PARAMO, a.s.	nabídka převzetí
RM-S Holding, a.s.	nabídka převzetí
Severočeská energetika, a.s.	nabídka převzetí
SFINX, a.s.	nabídka převzetí
Silon, a.s.	nabídka převzetí
SPOLANA, a.s.	nabídka převzetí
Spolek pro chemickou a hutní výrobu, a.s.	nabídka převzetí
Stavostroj, a.s.	nabídka převzetí
ŠKODA PRAHA, a.s.	nabídka převzetí
UNIPETROL, a.s.	nabídka převzetí
United Energy, a.s.	nabídka převzetí
JAKL Karviná, a.s.	nabídka převzetí
Kabelovna Děčín - Podmokly, a.s.	nabídka převzetí
Lafarge Cement, a.s.	nabídka převzetí
Rybářství Třeboň, a.s.	nabídka převzetí
Šmeral Brno, a.s.	nabídka převzetí
Wienerberger cihlářský průmysl, a.s.	nabídka převzetí
Válcovny plechu, a.s.	squeeze - out
Agrona, a.s.	squeeze - out
UNIGEO a.s.	squeeze - out
LCS Business Centre, a.s.	squeeze - out
Rybářství Chlumec nad Cidlinou, a.s.	squeeze - out
BRISK Tábor a.s.	squeeze - out
KOH-I-NOOR Mladá Vožice a.s.	squeeze - out
Obnova Brno, a.s.	squeeze - out
Integral Vrchovina, a.s.	squeeze - out
Lázně Luhačovice, a.s.	squeeze - out
ROIF, a.s.	squeeze - out
ZZN Polepy a.s.	squeeze - out
Zlínská dopravní, a.s.	squeeze - out
XAVERgen a.s.	squeeze - out

**Příloha č. 1 - Seznam analyzovaných nabídek převzetí a squeeze - outů realizovaných mezi daty 1. 11. 2005 až 19. 12. 2006**

Unibeton, a.s.	squeeze - out
KOMETA GROUP, a.s.	squeeze - out
ŽĐAS, a.s.	squeeze - out
FEROX, a.s.	squeeze - out
RSM Chemacryl, a.s.	squeeze - out
TYPOS, tiskařské závody, a.s.	squeeze - out
Zemědělské zásobování a nákup Šumperk, a.s.	squeeze - out
Severočeské doly a.s.	squeeze - out
PSP Technické služby a.s.	squeeze - out
Zemědělské zásobování a nákup v Přerově, a.s. (NAVOS, a.s.)	squeeze - out
ZENZA Znojmo, a.s.	squeeze - out
KOVONA KARVINÁ, a.s.	squeeze - out
Moravské železářny, a.s.	squeeze - out
ZZN Slaný a.s.	squeeze - out
LINEA NIVNICE, a.s.	squeeze - out
Západočeská plynárenská, a.s.	squeeze - out
LUKROM Valmez, a.s.	squeeze - out
MADETA a.s.	squeeze - out
Cerea, a.s.	squeeze - out
ČKD PRAHA HOLDING, A.S.	squeeze - out
ČSAD autobusy Plzeň, a.s.	squeeze - out
Dermacol, a.s.	squeeze - out
DKF, holding, a.s.	squeeze - out
DOAGRA, a.s.	squeeze - out
H.J.Heinz CR/SR a.s.	squeeze - out
HYDROREAL, a.s.	squeeze - out
Imperial Karlovy Vary, a.s.	squeeze - out
JAKL Karviná, a.s.	squeeze - out
Jihočeská plynárenská, a.s.	squeeze - out
Moravské keramické závody, a.s.	squeeze - out
Obila, a.s.	squeeze - out
PRAGA Hostivař a.s.	squeeze - out
Rybářství Telč, a.s.	squeeze - out
SAFINA, a.s.	squeeze - out
SANITAS, a.s.	squeeze - out
Selekta, a.s.	squeeze - out
Severočeská energetika, a.s.	squeeze - out
Severočeská plynárenská, a.s.	squeeze - out
Středočeská plynárenská, a.s.	squeeze - out
Tagrea, a.s.	squeeze - out
United Energy, a.s.	squeeze - out

**Příloha č. 1 - Seznam analyzovaných nabídek převzetí a squeeze - outů realizovaných mezi daty 1. 11. 2005 až 19. 12. 2006**

---

ZENA - zemědělský nákup, a.s.	squeeze - out
ZPA Pečky, a.s.	squeeze - out
ZZN Pardubice, a.s.	squeeze - out
Belegra, a.s.	squeeze - out
Zemská, a.s.	squeeze - out

---

**Příloha č. 2 - Seznam analyzovaných squeeze - outů realizovaných mezi daty 1. 1. 2013 až 23. 12. 2015**

Aroma Praha, a.s.	squeeze - out
AQUATIS a.s.	squeeze - out
KOTRLA a.s.	squeeze - out
Agrovit, a.s.	squeeze - out
VIKA Kamničná a.s.	squeeze - out
Bestsport Arena, a.s.	squeeze - out
Frýdlanstká zemědělská a.s.	squeeze - out
Karvinská finanční, a.s.	squeeze - out
HIKOR Písek, a.s.	squeeze - out
Drůbežárny Osík, a.s.	squeeze - out
CZECH BEVERAGE INDUSTRY COMPANY a.s.	squeeze - out
HYDROSYSTEM project a.s.	squeeze - out
Vesa Velhartice, a.s.	squeeze - out
ČSAD Benešov a.s.	squeeze - out
AGROPODNIK ORLICE a.s.	squeeze - out
ZEMAS, a.s.	squeeze - out
KOH-I-NOOR a.s.	squeeze - out
PRAGOPROJEKT, a.s.	squeeze - out
Vsacko Hovězí a.s.	squeeze - out
NMS, a.s.	squeeze - out
ZEMSPOL STUDÉNKA a.s.	squeeze - out
LITÉ akciová společnost	squeeze - out
Chodské vodárny a kanalizace, a.s.	squeeze - out
Moravský zemský holding, a.s.	squeeze - out
STAMEDOP, a.s.	squeeze - out
Kostelní Hlavno a.s.	squeeze - out
PMS Přerov a.s.	squeeze - out
METRA BLANSKO a.s.	squeeze - out
Kaolin Hlubany, a.s.	squeeze - out
Monta spol. a.s.	squeeze - out
Lovosklady a.s.	squeeze - out
PUDIS a.s.	squeeze - out
AGRO-TEX a.s.	squeeze - out
Hřebčín Napajedla a.s.	squeeze - out
HEDVA, a.s.	squeeze - out
HEDVA PRIMA, a.s.	squeeze - out
PRVNÍ MOSTECKÁ a.s.	squeeze - out
JABLONEX GROUP a.s.	squeeze - out
Pražská Plynárenská, a.s.	squeeze - out
Hanácké závody, a.s.	squeeze - out
MORAVIA GLASS, akciová společnost v likvidaci	squeeze - out

**Příloha č. 2 - Seznam analyzovaných squeeze - outů realizovaných mezi daty 1. 1. 2013 až 23. 12. 2015**

Stavební výroba Praha a.s.	squeeze - out
TABOO a.s.	squeeze - out
AML Holding a.s.	squeeze - out
ČSAD BUS Chrudim a.s.	squeeze - out
MAGNET a.s.	squeeze - out
BOTAS a.s.	squeeze - out
Phoenix Energy a.s.	squeeze - out
Sanatorium Astoria a.s.	squeeze - out
SPORTEN, a.s.	squeeze - out
DOLINA Stare Město, a.s.	squeeze - out
ZEAS Mančice, a.s.	squeeze - out
Hotel Espalande Praha, a.s.	squeeze - out
Pozemní stavby - Stavservis, a.s.	squeeze - out
PACOVSKÉ STROJÍRNY, a.s.	squeeze - out
AGROSUMAK a.s.	squeeze - out
Amylon, a.s.	squeeze - out
Slévárna HEUNISCH, a.s.	squeeze - out
TRADE CENTRE PRAHA a.s.	squeeze - out
Sativa Keřkov, a.s.	squeeze - out
GESTA a.s.	squeeze - out
Karsit Agro, a.s.	squeeze - out
Drůbežářský závod Klatovy a.s.	squeeze - out
OK STS Toužim, a.s.	squeeze - out
SLEZAN Frýdek - Místek a.s.	squeeze - out
Alas, a.s.	squeeze - out
Zetor, a.s.	squeeze - out
KRATINA, a.s.	squeeze - out
A.S.B. FRUKT a.s.	squeeze - out
VÚB a.s.	squeeze - out
POLABSKÉ MLÉKÁRNY a.s.	squeeze - out
Dopravoprojekt Brno a.s.	squeeze - out
Východočeská plynárenská, a.s.	squeeze - out
Severomoravská plynárenská, a.s.	squeeze - out
Légume Investment, a.s.	squeeze - out
PENT, a.s.	squeeze - out
Velkovýkrmy Zákupy, a.s.	squeeze - out
Lučební závody Draslovka a.s. Kolín	squeeze - out
Zemědělské zásobování a nákup Nový Jičín, a.s.	squeeze - out
Farma Otročin a.s.	squeeze - out
IMPS a.s.	squeeze - out
Jihomoravská plynárenská, a.s.	squeeze - out

**Příloha č. 2 - Seznam analyzovaných squeeze - outů realizovaných mezi daty 1. 1. 2013 až 23. 12. 2015**

---

PLEMENÁŘSKÉ SLUŽBY a.s.	squeeze - out
HOTELY SRNÍ, a.s.	squeeze - out
DAKO-CZ, a.s.	squeeze - out
Cinemart, a.s.	squeeze - out
OSEVA Agri Chrudim, a.s.	squeeze - out
SD - KOMES, a.s.	squeeze - out
Hořanská a.s.	squeeze - out
Zemědělská společnost Luže, a.s.	squeeze - out
PRAGOMET a.s.	squeeze - out
RETEX, a.s.	squeeze - out
Vodovody a kanalizace Vsetín, a.s.	squeeze - out
První zemědělská Záhornice, a.s.	squeeze - out
MJM Litovel a.s.	squeeze - out

---