

DEFORMACE AKVIZIČNÍ CENY[#]

Barbora Rýdlová* – Tomáš Krabec**

Úvod

Usnesení Nejvyššího soudu 29 Cdo 293/2017 ze dne 31.1.2019 (dále jen Usnesení) přineslo jasné stanovisko k problematice cenové přiměřenosti při povinných nabídkách převzetí, které proběhly ještě za platnosti §183b,c zákona č. 513/1991, obchodního zákoníku, které byly v roce 2008 zrušeny a problematika povinných nabídek převzetí je nadále řešena v samostatném zákoně o nabídkách převzetí 104/2008 Sb. Soudní spory s platností zákona o nabídkách převzetí ustaly, téma je však stále aktuální kvůli dobíhajícím soudním sporům z předešlého období. Výše uvedené Usnesení má zajímavé dopady do ekonomického vnímání problematiky přiměřenosti nabídkové ceny při povinných nabídkách převzetí, ale také vnímání úlohy znalce v těchto případech. Z odůvodnění Usnesení soudu vyplývá, že se soud, a v důsledku toho také přizvaný znalec, musí zabývat detailním posouzením funkčnosti existujícího trhu s akciemi akvírované společnosti, a to primárně trhu kapitálového, kde jsou obchodovány akcie předmětné společnosti. Druhotně pak i trhu fúzí a akvizic, na kterém proběhla samotná akvizice, při níž došlo k povinnosti učinit nabídku převzetí. Tento článek si neklade za cíl věnovat se faktorům, které by mohly způsobit deformace cen akcií na kapitálovém trhu (deformacemi rozumějme snížení vypovídací schopnosti ceny akcie na trhu vzhledem k její tržní hodnotě). Předmětem článku jsou akviziční ceny a jejich potenciální deformace. Přináší souhrn faktorů, které hrají roli při posouzení tržních okolností, které by potenciálně mohly způsobit deformace akvizičních cen.

1. Primární je trh

Nejvyšší soud při odůvodnění Usnesení vycházel primárně z §183b,c obchodního zákoníku, který byl účinný v době podání nabídky převzetí. Podle § 183c odst. 3 obch. zák. „*cena nebo směnný poměr uvedené v povinné nabídce převzetí musí být přiměřené hodnotě účastnických cenných papírů. Při stanovení ceny pro účely povinné nabídky převzetí při ovládnutí společnosti se přihlédne k váženému průměru z cen, za něž byly uskutečněny obchody těmito cennými papíry v době 6 měsíců před vznikem povinnosti učinit nabídku převzetí, které byly evidovány osobou oprávněnou k vedení centrální evidence cenných papírů podle odstavce 4 (dále jen „průměrná cena“). Jestliže akcionář nebo osoba jednající s ním ve shodě nabyla v posledních 6 měsících cenné papíry, které jsou předmětem nabídky převzetí, za cenu vyšší, než je průměrná cena (dále jen „prémiová cena“), nesmí být cena navrhovaná v nabídce převzetí nižší než prémiová cena snížená až o 15 %, jestliže stanovy tuto odchylku nevylučují nebo nezprísňují. Takto snížená prémiová cena nesmí být nižší než průměrná cena.“*

Článek byl zpracován s využitím prostředků institucionální podpory na dlouhodobý koncepční rozvoj vědy a výzkumu na FFÚ VŠE IP 100040.

** Doc. Ing. Tomáš Krabec, Ph.D. – docent na katedře financí a oceňování podniku; FFÚ VŠE.

Podle § 183c odst. 5 obch. zák. „*musí být přiměřenost ceny nebo směnného poměru cenných papírů při povinné nabídce převzetí doložena posudkem znalce. Přestože cena v povinné nabídce převzetí nebyla přiměřená, je smlouva platná.*“

Dle odst. 39 Usnesení z ustálené judikatury Nejvyššího soudu k § 183b a § 183c obch. zák. vyplývají následující důsledky pro určení výše přiměřeného protiplnění. Primárním faktorem, ke kterému je potřeba přihlížet, zůstává u obchodovaných titulů „průměrná cena“ na kapitálovém trhu. Vzhledem k tomu, že kapitálový trh nebyl pro všechny tituly standardní (dle důvodové zprávy k zákonu č. 370/2000 Sb.), zákonodárce stanovil, že se nebude přihlížet výlučně k průměrné ceně, ale i k transakcím uskutečněným mimo veřejný trh, včetně prémiové ceny. Cílem této právní úpravy nabídek převzetí je primárně zajištění likvidity pro minoritní akcionáře a usnadnění jejich vystoupení z investice za podmínek, které panují na trhu při ovládnutí. Ze znaleckého hlediska je důležité odůvodnění Nejvyššího soudu, že „*Cílem právní úpravy povinné nabídky převzetí při ovládnutí cílové společnosti (či při posílení ovládnutí na hranice uvedené v § 183b odst. 1 obch. zák.) a její minimální ceny není sankcionovat ovládající osobu za uskutečněnou akvizici tím, že by musela 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.*“

Z ekonomického pohledu tedy je primární tržní hledisko v časovém okamžiku před (při) akvizici, kdy při stanovení přiměřené ceny nelze vycházet primárně z toho, jaké peněžní toky do podniku očekáváme při držení akcií, nýbrž je nutno zapojit jako primární pohled, za kolik je možné akcie v době před ovládnutím na trhu realizovat. To rozebírá hned následující část odst. 39 odůvodnění Usnesení:

„5) *Naznačenému účelu může vyhovovat jediné taková interpretace požadavků na minimální cenu povinné nabídky převzetí, která v maximální možné míře a prioritně odráží právě panující tržní podmínky v době vzniku povinnosti. Ostatním metodám určování hodnoty účastnických cenných papírů pro účely stanovení minimální ceny povinné nabídky převzetí podle § 183b obch. zák. je nutno přisoudit pouze podpůrný význam, jsou-li dány důvody domnívat se, že trh byl v rozhodné době deformován vlivy, které snižují jeho kurzotvornou funkci (např. mimořádně nízkou likviditou, zakázanými manipulacemi atd.). Za běžných tržních poměrů nelze výsledky těchto metod bez dalšího stavět nad průměrnou, resp. prémiovou cenu. Zhodnotit, do jaké míry je opodstatněné uchýlit se k alternativním metodám ocenění, a tyto metody případně vhodně kombinovat, je přitom hlavním úkolem znalce, jež zákon do procesu tvorby minimální ceny za tím účelem vtahuje prostřednictvím ustanovení § 183c odst. 5 obch. zák.*“

Přiměřená nabídková cena se tedy stanovuje zásadně na základě průměrné a prémiové ceny, které odrážejí tržní podmínky před ovládnutím společnosti. To, že se do přiměřené nabídkové ceny zohledňuje i cena prémiová, má za důsledek, že se do přiměřené nabídkové ceny promítají také hodnoty synergických efektů a případných soukromých výhod kontroly, které jsou hlavním zdrojem kontrolních premií. Primárním úkolem znalce při povinných nabídkách převzetí je podle odst. 55 Usnesení vyhodnotit, zda existovaly důvody domnívat se, že byl trh (rozuměj trh s akciemi

ovládnuté společnosti) deformovaný (důvody zvláštního zřetele hodné). K tomu se v odůvodnění Usnesení vyjadřuje Nejvyšší soud v odst. 53. Jako vlivy způsobující deformaci Nejvyšší soud uvádí například mimořádně nízkou likviditu trhu nebo zakázané manipulace. Teprve v případě, že znalec prokáže, že takové deformace trhu lze důvodně očekávat, může mít ocenění oceňovacím modelem či na základě více modelů nebo oceňovacích přístupů podpůrný význam při stanovení přiměřené nabídkové ceny (viz odst. 53). Dle odst. 53 **„cena uvedená v nabídce převzetí se odvozuje od tržní hodnoty účastnických cenných papírů (respektive jejich prémiové ceny) a zásadně se nestanoví jako poměrná část hodnoty podniku cílové společnosti připadající na účastnický cenný papír.“** Význam alternativního ocenění pro určení přiměřenosti nabídkové ceny není tedy ani v případě deformací trhu primární a jediný, ale Nejvyšší soud mu přisuzuje podpůrnou roli.

Z výše uvedeného vyplývá, že mnohaletá odborná znalecká debata o přiměřenosti nabídkové ceny při povinných nabídkách převzetí se přesouvá od oceňovacích modelů a jejich vstupních parametrů k prapůvodní otázce posouzení funkce trhů s akciemi nabývaných společností. Otázku je možné vztahovat primárně na kapitálový trh, na kterém se formuje cena průměrná, ale může být účelné věnovat pozornost také trhu fúzí a akvizic, na kterém se (alespoň ve většině případů) formuje cena prémiová, akviziční.

2. Možné deformace akviziční ceny

Z teoretického hlediska můžeme vymezit různé faktory, které mohou ovlivnit prémiovou cenu dosaženou při koupi předmětného kontrolního podílu při akvizici. Za nejběžnější lze považovat tyto::

- 1) Konkurenční struktura trhu, vyjednávací síla subjektů a průběh transakce,
- 2) charakter investorů, kteří mají o akvizici zájem,
- 3) spřízněnost subjektů transakce,
- 4) motivy transakce,
- 5) časová tíseň,
- 6) informační asymetrie mezi kupujícím a prodávajícím,
- 7) platební a další smluvní podmínky transakce,
- 8) mimosmluvní ujednání mezi kupujícím a prodávajícím nebo osobami jednajícími ve shodě s nimi,
- 9) akcie se zvláštními právy,
- 10) struktura akcionářů,
- 11) povinnost učinit povinnou nabídku převzetí,
- 12) iracionalita investorů.

Nyní se budeme věnovat postupnému rozboru těchto faktorů z hlediska toho, jak by daný faktor mohl způsobit nějakou deformaci ceny. Samozřejmě nelze očekávat, že by se znalec mohl učinit na základě svého zkoumání závěr, že k deformacím trhu nedošlo, protože z podstaty věci znalec vychází ze skutečností, informací a podkladů dostupných mu ke zpracování znaleckého posudku a nemůže posoudit všechny možné faktory vyčerpávajícím způsobem, protože teoreticky takových

faktorů může být široká škála. Usnesení nejvyššího soudu však na to pamatuje a je formulováno tak, že znalec má posoudit, zda „jsou dány důvody se domnívat,“ že došlo k nějakým distorzím trhu, potažmo akviziční ceny. Tak je jasně stanovena perspektiva znaleckého posouzení případných důvodů zvláštního zřetele hodných.

2.1 Konkurenční struktura trhu, vyjednávací síla a průběh transakce

Cena dosažená při akvizici není ovlivňována jen fundamentálními faktory jako očekávané cash flow nebo riziko, ale záleží i na vyjednávací síle prodávajícího a kupujícího, kde mezi maximální cenou, kterou může být kupující ochoten zaplatit a minimální cenou, kterou může být prodávající ochoten přijmout, bude ležet akviziční cena (hraniční hodnoty ve smyslu Kolínské školy – viz Mařík a kol. (2023) a (2024). Podrobnou analýzu těchto situací z hlediska oceňovací teorie přináší Čížinská, Krabec, Pláničková, Režňáková a Rýdlová (2023a a 2023b). Vyjednávací síla záleží na konkurenční struktuře trhu, a to jak na straně nabídky (prodávaná společnost), tak na straně poptávky (investoři). Obecně lze říci, že vyšší konkurence na straně nabízených společností působí na akviziční cenu negativně (lze očekávat nižší cenu), zatímco vysoká konkurence na straně investorů působí ve prospěch růstu akviziční ceny. V praxi budeme tedy přistupovat k analýze akviziční transakce například z hlediska významnosti dané společnosti na daném trhu (např. monopolní či oligopolní postavení na trhu bude přispívat k tomu, aby akviziční cena nebyla deformovaná). Na investorské straně můžeme zajistit informace o množství investorů, kteří byli osloveni či vyslovili zájem o akvizici dané společnosti. Z hlediska formy (průběhu) transakce je vhodně analyzovat, např. zda akvizice probíhala prostřednictvím tendru, jak byla časově plánována a rozložena, jak dlouho trvala apod.

2.2 Charakter investorů

Dosažitelnou akviziční cenu podstatným způsobem ovlivňuje, zda se potenciální investoři rekrutují z řad strategických investorů, nebo investorů čistě finančních. U strategických investorů lze zpravidla očekávat, že jejich očekávané cash flow bude vyšší o cash flow ze strategických výhod nebo pravých synergií, které jsou schopni po akvizici realizovat, na rozdíl od finančních investorů, kteří jsou schopni realizovat pouze cash flow z nepravých synergií (například daňové štíty apod.). Na konkurenčním trhu pak dojde k tomu, že do akviziční ceny je promítnuta i větší či menší část synergických efektů, pokud jsou potenciální investoři investory strategickými.

Z Usnesení Nejvyššího soudu vyplývá, že primárním cílem §183b,c obchodního zákoníku je zajištění likvidity pro minoritní akcionáře při ovládnutí společnosti třetí osobou. Do přiměřené nabídkové ceny se prostřednictvím prémiové ceny promítají i vlivy synergických efektů, které ovládající osoba očekává, ale pouze v té míře, ve které se projeví v prémiové (akviziční) ceně.

2.3 Spřízněnost subjektů transakce

Spřízněností subjektů transakce je myšlena jakákoliv forma vzájemných vazeb mezi stávajícím vlastníkem podílu a kupujícím investorem při akvizici. Propojení může být dáno osobními vztahy či například rodinnou spřízněností osob, zaměstnaneckými vztahy, typická je také existence finančních či obchodních vztahů mezi kupujícím a prodávajícím. Pokud jsou subjekty spřízněné, může

se stát, že akvizice bude mít i jiné než racionální finanční motivy, nebo že k dalším ujednáním, na jejichž základě budou mít strany transakce určité benefity, které způsobí deformaci akviziční ceny. Samotná spřízněnost stran transakce však neznámá automaticky, že muselo dojít k distorzi akviziční ceny. Znamená to však, že znalec by se měl snažit dostupnými prostředky zjistit (zajistit dostupné podklady), na jejichž základě ekonomicky v rámci své odbornosti vyhodnotí, zda se jedná o osoby spřízněné a pokud zjistí, že ano, potom by měl posoudit, jakou formou jejich spřízněnost mohla ovlivnit akviziční cenu a zda je to pravděpodobné.

2.4 Motivy transakce

Motivy transakce je potřeba řešit jak z pohledu motivů kupujícího, tak z pohledu motivů prodávajícího.

Obecně jsou akvizice vedeny primárními motivy, kterými jsou v důsledku finanční efekty vyplývající ze synergií. Může se jednat například o geografické rozšíření trhu podniku a tím zajištění růstu, využití stávajících distribučních kanálů, úspory z rozsahu, při vertikálních spojeních potom úspory v dodavatelsko-odběratelském řetězci, významné je také například využití technologií a nehmotného majetku podniku. Synergické efekty jsou ekonomické povahy a vstupují zcela přirozeně do úvah subjektů o akviziční ceně. Jedná se o běžný tržní mechanismus.

Motivy transakce však mohou být specifické pro daný subjekt či okamžik prodeje a nemusí přímo souviset s podílem v prodávané společnosti, ale mohou například souviset s osobním životem vlastníka (nemoc, stáří) nebo s jeho aktuální finanční či životní situací (viz následující bod časová tíseň).

2.5 Časová tíseň

Časová tíseň prodávajícího je v oceňovací teorii i v empirii uznávána jako významný faktor, který způsobuje snížení ceny dosažené při transakci v porovnání s tržní hodnotou daného aktiva. I z toho důvodu je v definici tržní hodnoty (IVS, 2025) definováno, že se jedná o cenu, které by bylo dosaženo po náležitém marketingu a bez nátlaku. Pokud by tedy znalec zjistil, že k transakci došlo v časové tísní nebo pod nátlakem, mohlo by to zakládat domněnku, že akviziční cena mohla být deformována.

2.6 Informační asymetrie mezi kupujícím a prodávajícím

Z teoretického hlediska by mohlo dojít k distorzi vypovídací hodnoty prémiové ceny, pokud by kupující neměl k dispozici veškeré potřebné a pravdivé informace o kupované společnosti, jejím majetku a souvisejících rizicích.

Zákon o nabídkách převzetí se týká kotovaných společností, které mají oproti neobchodovaným společnostem vyšší a pravidelné informační povinnosti. Společnosti hledající strategického partnera jsou motivovány jej informovat o svém hospodaření detailněji již při počátečním kontaktu. Zároveň potenciální investoři takové informace logicky vyžadují. Běžnou součástí akviziční transakce je provedení zevrubného due diligence právního, finančního, účetního a daňového, stejně

tak majetkového. Právě due diligence je nástrojem omezujícím informační asymetrii mezi kupujícím a prodávajícím. Due diligence je zpravidla prováděno externími specializovanými odborníky (konzultanty).

Povinnost předávání informací v době akvizičního procesu také bývá mezi společnostmi zajištěna smluvně, což může znalec ověřit z podkladů (smluvní dokumentace) transakce.

Pokud tedy akviziční proces probíhal z hlediska informací běžným způsobem, tj. proběhlo předávání podkladů mezi stranami transakce a proběhlo due diligence, lze říci, že strany transakce uskutečnily kroky směřující k minimalizaci informační asymetrie, a tudíž není důvod k pochybám o negativním vlivu informační asymetrie na akviziční cenu.

2.7 Platební a další smluvní podmínky transakce

Akviziční cena (prémiová cena) je často ovlivňována platebními nebo dalšími smluvními podmínkami transakce. V rámci platebních podmínek je primární, zda je transakce vypořádána ve finančních jednotkách, nebo například zda je vypořádání v akciích. Dále je podstatné i časové rozložení plateb (zda je plná cena splatná ihned, nebo až po kratších či delších časových úsecích v menších splátkách). Roli může hrát i měna, ve které je transakce realizována a související měnová rizika. Při akvizicích jsou také častá různá smluvní ujednání, běžné je například navázání části kupní ceny na výsledky společnosti v budoucích obdobích apod. Za účelem zjištění, zda při předmětné akvizici mohlo dojít k ovlivnění vypovídací schopnosti prémiové ceny vlivem těchto faktorů, je zásadní provést analýzu smluvní dokumentace o koupi akcií při akviziční transakci. Výslednou akviziční cenu mohou ovlivňovat i poplatky či smluvní pokuty, které nese každá ze stran, započítávání některých pohledávek či obecně plnění vůči akviziční ceně.

Kromě uvedených čistě finančních aspektů transakce může být akviziční cena ovlivněna dalšími smluvními ujednáními mezi kupujícím a prodávajícím, jako například pokračování v započatých investicích, výplata dividend, požadavky na významné obchodní či provozní změny apod.

Efekty platebních a dalších smluvních podmínek transakce je třeba vyhodnocovat individuálně v každém konkrétním případě. Je však důležité rozlišovat, zda se jedná o podmínky transakce, které cenu sice ovlivňují z podstaty věci, ale nezpůsobují snížení její vypovídací hodnoty od situací, kdy skutečně mohlo dojít nikoliv k ovlivnění ceny, ale k její deformaci.

2.8 Mimosmluvní ujednání mezi kupujícím a prodávajícím nebo osobami jednajícími ve shodě s nimi

Z hlediska znalce jako externí osoby je obtížné posoudit, zda byla transakce spojena s nějakými mimosmluvními ujednáními. Některá mimosmluvní ujednání by mohla akviziční cenu ovlivnit, a to oběma směry. Riziko mimosmluvních ujednání významně snižuje, pokud se celá transakce uskutečňuje na bázi arm's length principu (tržního odstupu) a je výsledkem transparentního akvizičního procesu. Pokud znalec nemá informace či podklady, ze kterých vyplývá, že k mimosmluvním ujednáním došlo, není při standardně probíhajících akvizicích důvodné to předpokládat.

2.9 Akcie se zvláštními právy

Hodnota kontrolních podílů při akvizici může být ovlivněna nealiquótním rozdělením hlasovacích práv ve vztahu k podílu na základním kapitálu. K tomu může dojít vydáním různých tříd akcií s různými přínáležejícími hlasovacími právy nebo emisí tzv. zlaté akcie, ke které se vážou zpravidla významná hlasovací práva, včetně práva veta.

Existence akcií se zvláštními právy může ovlivňovat akviziční cenu pozitivně (pokud jsou převáděny na kupujícího i akcie se zvláštními právy), nebo naopak negativně (pokud tyto zůstávají v držení jiného vlastníka). Znalec pak musí analyzovat, jaká práva či benefity jsou s držením těchto akcií spojeny a zda lze důvodně předpokládat, že existence akcií se zvláštními právy mohla vést k významné deformaci akviziční ceny.

2.10 Struktura akcionářů a velikost prodávaného podílu

Akcionářská struktura může zásadním způsobem ovlivňovat možnost skutečného ovládnutí společnosti a hodnota podílů při akvizicích se odvíjí také od struktury vlastníků. Například u společností, u nichž je většinový podíl obchodován na burze a vlastněn malými finančními investory nebo fondy, které mají zpravidla nastaveny limity pro maximální účast na jednotlivých společnostech z důvodu diverzifikace rizika portfolia fondu, i podíl, který je sám o sobě menšinový, může v realitě znamenat možnost ovládat společnost. Naopak pokud je akcionářská struktura taková, že například existují dva subjekty, které vlastní každý 45 % a jeden subjekt, který vlastní podíl 10 % na základním kapitálu, tento menšinový podíl je spojen s tzv. „blokační kontrolou“ a nejen pokud o tento minoritní podíl soutěží stávající akcionáři, může to významným způsobem ovlivnit realizovanou cenu minoritního podílu směrem nahoru.

2.11 Vliv povinnosti učinit povinnou nabídku převzetí na akviziční cenu

Povinná nabídka převzetí může na druhou stranu být pro investora i příležitostí pro nákup akcií za účelem navýšení kontrolního podílu na společnosti. Na druhou stranu investor při akvizici podstupuje riziko spojené s nejistotou ohledně celkového množství akcií, které bude muset vykoupit od akcionářů, kteří přijmou povinnou nabídku na odkup akcií. Toto riziko je spojené s objemem financování, které při velkých transakcích může být pro investora velmi významné. Investor totiž nemusí zajistit čistě financování odkupu akvizovaného podílu, ale také financování odkupu akcií z povinné nabídky. Tento faktor působí na velikost akviziční ceny negativně, neboť zvyšuje riziko investora, které promítá do nabídkové ceny. **Zcela jistě však tento faktor nepůsobí negativně na vypovídací schopnost prémiové ceny, protože promítá do ceny reálné, existující a legitimní riziko akvizitéra související s povinnou nabídkou.**

2.12 Iracionalita investorů

Iracionalita investorů může být dána jinými než finančními motivy transakce (např. prodej rodinného podniku, ke kterému má vlastník citové pouto) nebo špatným odhadem. Co se týká motivů transakce, ty již byly popsány výše.

Nesprávný odhad, který se potom odráží do nesprávného ocenění transakce, samozřejmě nelze nikdy vyloučit. Finanční posouzení úspěšnosti akvizice záleží na budoucím vývoji podniku

a na tom, jak moc se skutečnost odlišovala od očekávání investora v době akvizice. Akviziční cenu však není možné posuzovat podle skutečného budoucího vývoje společnosti, to by bylo i v rozporu s teorií oceňování podniku. Z hlediska nutnosti posoudit možnou deformaci akviziční ceny je pro znalce důležité analyzovat, jak akvizice probíhala, zda se jednalo o „kvalifikované investory“, kteří mají další podporu od externích či interních analytiků, konzultantů atp.. V takovém případě, kterých bude pravděpodobně většina, je možné očekávat, že vyjednání akviziční ceny proběhlo na základě kvalifikovaných odhadů postavených na dostatečně detailních informacích o předmětné společnosti.

Závěr

Usnesení Nejvyššího soudu 29 Cdo 293/2017 ze dne 31.1.2019 podle našeho názoru důležitým judikátem, který by mohl přinést lepší porozumění roli znalce při povinných nabídkách převzetí, které se uskutečnily před účinností zákona o nabídkách převzetí. Vrací totiž roli znalce primárně k posouzení, zda existovaly důvody zvláštního zřetele hodné, které by mohly způsobit deformace na trzích s akciemi akvizované společnosti. Dosud se role znalce nelogicky odvíjela primárně od sestavování valuačních modelů na imaginární (tj. fakticky nerealizovatelné) ocenění akcií v rámci znaleckého posudku podle §183c obchodního zákoníku. Teprve v případě, že by prokazatelně existovaly deformace trhu, které by mohly zkreslit průměrnou nebo prémiovou cenu, může být jako podpůrná metoda použito ocenění alternativními metodami (valuačními modely). Úkolem znalce je tedy jednak posouzení kurzotvorné funkce kapitálového trhu, ale také posouzení existence významných důvodů domnívat se, že mohlo dojít k deformaci prémiové (zpravidla akviziční) ceny. Článek identifikuje soubor nejběžnějších faktorů, které ovlivňují cenu akvizice a zamýšlí se nad tím, zda by teoreticky mohl daný faktor způsobit nějakou deformaci (zkreslení) prémiové (resp. akviziční) ceny. Není možné obecně kvantifikovat vliv těchto faktorů na akviziční cenu. K posouzení těchto faktorů je třeba přistupovat individuálně na základě podkladů, které má znalec v rámci svého mandátu k dispozici a v mnoha případech se bude jednat spíše o kvalitativní analýzu než kvantitativní. Úkolem znalce není prokázat, že se vlivy zvláštního zřetele hodné v daném případě nevyskytovaly, ale spíše posoudit, zda existují důvody se domnívat, že tomu tak bylo.

Literatura

- [1] ČIŽINSKÁ, Romana, KRABEC, Tomáš, PLÁNIČKOVÁ, Markéta, REŽŇÁKOVÁ, Markéta, RÝDLOVÁ, Barbora. (2023a) Kategorie spravedlivé hodnoty v rámci ocenění pro účely vytěsnění minoritních akcionářů nekotovaných nefinančních podniků z pohledu teorie oceňování. *Odhadce a oceňování majetku*. 2023, č. 1–2, s. 4–25. ISSN 1213-8223.
- [2] ČIŽINSKÁ, Romana, KRABEC, Tomáš, PLÁNIČKOVÁ, Markéta, REŽŇÁKOVÁ, Mária, RÝDLOVÁ, Barbora. (2023b): Diskontní míra při odhadu spravedlivé hodnoty akcie pro účely vytěsnění minoritních akcionářů nekotovaných nefinančních podniků z pohledu teorie oceňování podniku. *Odhadce a oceňování majetku*. 2023, roč. 29, č. 3–4, s. 4–23. ISSN 1213-8223.
- [3] IVS (2025): International Valuation Standards. London, IVSC, 2025.
- [4] MAŘÍK, Miloš, MAŘÍKOVÁ, Pavla, BUUS, Tomáš, RÝDLOVÁ, Barbora. (2023) *Metody oceňování podniku pro pokročilé*. 3. vyd. Jesenice : Ekopress, s. r. o, 2023. 574 s. ISBN 978-80-87865-89-7.

- [5] MAŘÍK, Miloš, ČADA, Karel, DUŠEK, David, MAŘÍKOVÁ, Pavla, RÝDLOVÁ, Barbora, RAJDL, Josef. (2024): *Metody oceňování podniku – proces ocenění, základní metody a postupy*. 5. upravené a rozšířené vyd. Jesenice : Ekopress, s.r.o, 2024. 551 s. ISBN 978-80-87865-94-1.
- [6] Usnesení Nejvyššího soudu 29 Cdo 293/2017 ze dne 31.1.2019 a další judikáty v něm obsažené

Daformace akviziční ceny

Barbora Rýdlová – Tomáš Krabec

Abstrakt

Tento článek se zaměřuje na analýzu deformace akvizičních cen v kontextu povinných nabídek převzetí, zejména v návaznosti na rozhodnutí Nejvyššího soudu ČR (usnesení 29 Cdo 293/2017) a v kontextu bývalého obchodního zákoníku. Pro správné posouzení přiměřenosti ceny povinné nabídky převzetí je kladen důraz na tržní podmínky a tržní hodnotu předmětných cenných papírů, přičemž alternativní ocenění pomocí oceňovacích modelů má pouze podpůrnou roli, a to jen v případě, že jsou dány zvláštní důvody domnívat se, že trh vykazuje známky deformace. V článku jsou identifikovány nejběžnější faktory, které ovlivňují cenu akcií při akvizici, mezi které patří konkurenční struktura trhu, motivace a charakter investorů, časová tíseň, informační asymetrie a další faktory. Tyto faktory jsou potom analyzovány z hlediska toho, zda by mohly způsobit deformaci akviziční ceny.

Klíčová slova: Povinná nabídka převzetí; Akviziční cena; Prémiová cena; Deformace trhu.

Deformation of Acquisition Price

Abstract

This article focuses on the analysis of acquisition price distortions in the context of mandatory takeover bids, with particular attention to the decision of the Supreme Court of the Czech Republic (resolution 29 Cdo 293/2017) and the legal framework of the former Commercial Code. The aim is to assess the fairness of the mandatory offer price in relation to market conditions and the market value of the relevant securities. Alternative valuations using valuation models are considered as a supportive tool, relevant only when there are reasons to believe that the market exhibits signs of distortion. The article identifies key factors that may influence the stock price during an acquisition, including market competition structure, investor motivations and characteristics, time pressure, information asymmetry, and other aspects. These factors are then analyzed in terms of their potential to cause distortions in the acquisition price.

Key words: Mandatory takeover bid; Acquisition price; Market deformation.

JEL classification: G30