

Explicácia významu inštitútu *Squeeze Out* v podmienkach Slovenskej republiky

Jaroslava HEČKOVÁ – Alexandra CHAPČÁKOVÁ*

Explication of Importance of Squeeze Out Institute under Conditions of the Slovak Republic

Abstract

The paper deals with the explication of importance of squeeze out institute under conditions of the Slovak Republic, which has transposed the squeeze out regulation into the national legal regulations based on Directive of the European Parliament and Council of the European Union 2004/25/ES of April 21, 2004 on takeover bids and is connected with harmonization of our legal regulations with the legal system of the European Union. The goal of the paper is to specify the theoretical bases of squeeze out, to describe the methods of determination of an appropriate consideration with buy-out right applied, from the point of view of methods of determination of a general value of property in the Slovak Republic applied, and to propose the conceptual plans of the selected problem spheres of that given legal regulations.

Keywords: *cost of equity, fair value, general value of property, joint stock company, shareholder, squeeze out*

JEL Classification: G30, G32

Úvod

Schválením zákona č. 644/2006 Z. z., ktorým sa mení a dopĺňa zákon č. 483/2001 Z. z. o bankách a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov a o zmene a doplnení niektorých zákonov a č. 209/2007

* Jaroslava HEČKOVÁ – Alexandra CHAPČÁKOVÁ, Prešovská univerzita v Prešove, Fakulta manažmentu, Katedra ekonómie a ekonomiky, ul. 17. novembra 1, 080 01 Prešov; e-mail: jheckova@yahoo.com; chapcakova@yahoo.com

Autorky týmto ďakujú anonymným recenzentom a redakčnej rade Ekonomického časopisu za cenné pripomienky.

Z. z., ktorým sa mení a dopĺňa zákon č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch a investičných službách a o zmene a doplnení niektorých zákonov (zákon o cenných papieroch) v znení neskorších predpisov a o zmene a doplnení niektorých zákonov, Slovenská republika transponovala do svojho vnútroštátneho právneho poriadku Smernicu Európskeho parlamentu a Rady Európskej únie 2004/25/ES z 21. apríla 2004 o ponukách na prevzatie. Uvedenými legislatívnymi normami bol do slovenského právneho prostredia implementovaný inštitút článku 15 tejto smernice *právo na odpredaj – squeeze out*, označovaný aj ako *právo výkupu*, resp. *vytesnenie menšinových akcionárov*.

V zmysle zavedenej právnej úpravy v Slovenskej republike má väčšinový akcionár právo nadobudnúť všetky zostávajúce akcie predmetnej akciovej spoločnosti (tzv. cieľovej spoločnosti), ktoré sú obchodované na regulovanom trhu v Slovenskej republike alebo v inom členskom štáte Európskej únie, za primeranú odplatu (protiplnenie) vo forme peňažného protiplnenia, výmenou za iné cenné papiere, alebo kombináciou oboch foriem, a to bez ohľadu na prípadný nesúhlas menšinových akcionárov s touto kúpou, resp. výmenou. Národná banka Slovenska v rámci dohľadu nad finančným trhom zodpovedá, že menšinoví akcionári budú v procese uplatňovania práva výkupu požívať ochranu v zmysle zákona č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch a investičných službách a o zmene a doplnení niektorých zákonov (zákon o cenných papieroch) v znení neskorších predpisov.

Cieľom príspevku je vymedziť teoretické východiská problematiky *squeeze out*, charakterizovať metodiku stanovenia primeraného protiplnenia pri uplatnenom práve výkupu z hľadiska uplatňovaných metód stanovenia všeobecnej hodnoty majetku v SR a navrhnúť koncepčné riešenia vybraných problémových oblastí zavedenej právnej úpravy procesu *squeeze out*.

1. Teoretické východiská problematiky *squeeze out*

Squeeze out (právo výkupu, resp. vytesnenie menšinových akcionárov) znamená možnosť majoritného akcionára, ktorý dosiahol určitú vysokú hranicu vlastníctva, vytesniť ostatných (minoritných) akcionárov. Účelom takého kroku je „prečistiť“ vlastníctvo v tých akciových spoločnostiach, v ktorých existuje silný majoritný akcionár, prípadne viac akcionárov konajúcich v zhode, ktorí majú záujem ďalej rozvíjať podnikateľskú činnosť akciovej spoločnosti podľa vlastných predstáv, zjednodušiť a znížiť administratívnu záťaž spoločnosti, zracionalizovať a zvýšiť flexibilitu jej riadenia, prípadne zmeniť jej dividendovú politiku, a to vytesnením ostatných akcionárov, ktorí na základe vlastníckych práv disponujú nízkym rozhodovacím potenciálom.

Podľa § 118i – *Právo výkupu* – zákona č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch a investičných službách a o zmene a doplnení niektorých zákonov (zákon o cenných papieroch) v znení neskorších predpisov je umožnené väčšinovému akcionárovi vlastniacemu akcie, ktorých úhrnná menovitá hodnota predstavuje aspoň 95 % základného imania cieľovej akciovej spoločnosti, s ktorými je spojených aspoň 95 % podiel na hlasovacích právach všetkých akcionárov cieľovej spoločnosti, požadovať od všetkých zostávajúcich akcionárov, aby na neho previedli svoje akcie cieľovej spoločnosti prijaté na obchodovanie na regulovanom trhu za primerané protiplnenie.

Uplatnenie tohto práva je spojené v zmysle § 114 ods. 1 a § 118i ods. 1 zákona č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch a investičných službách a o zmene a doplnení niektorých zákonov (zákon o cenných papieroch) v znení neskorších predpisov so splnením nasledovných podmienok, a to:

1. väčšinový akcionár (navrhovateľ) uskutočnil *povinnú* alebo *dobrovoľnú ponuku na prevzatie*, ktorá nebola ani *čiastočná* (netýkala sa iba časti zostávajúcich akcií cieľovej spoločnosti vlastnených menšinovými akcionármi), ani *podmienená* (navrhovateľ sa nezaviazal v rámci tejto ponuky nadobudnúť akcie iba v prípade, ak bude dosiahnutý istý minimálny počet týchto akcií);

2. navrhovateľ je *majiteľom akcií*, ktorých súhrnná menovitá hodnota predstavuje *najmenej 95 % základného imania* cieľovej spoločnosti a s ktorým je spojený *najmenej 95 % podiel na hlasovacích právach* v cieľovej spoločnosti.

Majoritný akcionár, ktorý sa rozhodol, že uplatní právo výkupu, je povinný svoje rozhodnutie vrátane skutočností, na základe ktorých mu toto právo vzniklo, oznámiť bez zbytočného odkladu cieľovej akciovej spoločnosti, Národnej banke Slovenska (NBS), ako aj všetkým zostávajúcim akcionárom cieľovej spoločnosti. Zoznam akcionárov, ako aj ich prípadných záložných veriteľov s potrebnými údajmi, môže pre tento prípad získať majoritný akcionár (navrhovateľ) na základe písomnej žiadosti od Centrálného depozitára cenných papierov SR, a. s. Právo výkupu je voči dotknutým minoritným akcionárom účinné až po udelení súhlasu NBS. Národná banka Slovenska udelí, po splnení podmienok na uplatnenie práva výkupu, potrebný súhlas v lehote desiatich pracovných dní na základe žiadosti majoritného akcionára o súhlas na uplatnenie práva výkupu. Samotné právo výkupu si majoritný akcionár uplatňuje zaslaním návrhu zmluvy o kúpe akcií, resp. zmluvy o výmene akcií za iné cenné papiere všetkým zostávajúcim akcionárom cieľovej akciovej spoločnosti. Navrhovateľ však môže uplatniť právo výkupu voči minoritným akcionárom už aj skôr, a to súčasne s podaním žiadosti o udelenie súhlasu NBS s právom výkupu, avšak v takomto prípade musí súčasne so zaslaním návrhu zmluvy o kúpe akcií, resp. zmluvy o výmene akcií za iné cenné papiere zaslať minoritným akcionárom aj upozornenie, že právo výkupu je podmienené udelením súhlasu NBS. Národná banka Slovenska súhlas neudelí, ak návrh zmluvy neobsahuje výhradu vlastníctva. Vždy je však dôležité, aby majoritný akcionár uplatnil právo výkupu najneskôr v lehote

troch mesiacov od uplynutia lehoty platnosti (povinnej alebo dobrovoľnej) ponuky na prevzatie akcií cieľovej spoločnosti, inak mu toto právo výkupu zanikne. Minoritný akcionár je povinný prijať návrh zmluvy o kúpe akcií, resp. zmluvy o výmene akcií za iné cenné papiere v lehote uvedenej v jej návrhu, resp. v lehote desiatich pracovných dní od udelenia súhlasu NBS s navrhovaným právom výkupu. Ak minoritný akcionár v uvedených lehotách neprijme návrh zmluvy, majoritný akcionár sa môže domáhať na súde, aby prijatie návrhu bolo nahradené súdnym rozhodnutím, avšak musí tak urobiť proti všetkým minoritným akcionárom, ktorí návrh neprijali v jednom konaní, v lehote troch mesiacov od uplynutia lehoty na prijatie návrhu zmluvy, inak mu toto právo zanikne. V prípade, ak minoritný akcionár požiada o poskytnutie znaleckého posudku o primeranosti protiplnenia, majoritný akcionár je povinný tento znalecký posudok poskytnúť.

Do podielu väčšinového akcionára na hlasovacích právach v cieľovej spoločnosti sa zaratávajú aj hlasovacie práva spojené s akciami držanými treťou osobou, ak medzi väčšinovým akcionárom a touto treťou osobou existuje písomná zmluva ohľadne trvalého spoločného postupu riadenia cieľovej spoločnosti prostredníctvom spoločného výkonu hlasovacích práv, alebo ak tretia osoba vykonáva hlasovacie práva na pokyn a v prospech väčšinového akcionára podľa zmluvy o výkone hlasovacích práv.

Hlavné motívy squeeze out,¹ vychádzajúce z potreby zvyšovania konkurenčnej schopnosti podniku, sú (Mařík, 2008):

- *Znižovanie správnych nákladov*, ktoré nie sú úmerné reálnym prínosom minoritných akcionárov. Patria sem predovšetkým náklady na publicitu, na uskutočnenie valných zhromaždení a náklady spojené s poskytovaním informácií o hospodárení akciovej spoločnosti.²

- *Zjednodušenie systému riadenia* ako dôsledok vytesnenia minoritných akcionárov, ktorí nezriedka zneužívajú svoje postavenie (Bartošíková, 2004, s. 1) a snažia sa predať aj svoje právo napadnúť rôzne rozhodnutia akciovej spoločnosti.

¹ Skúsenosti a poznatky z praxe naznačujú, že inštitút *squeeze out* má riešiť predovšetkým problém ekonomickej efektívnosti akciových spoločností. V tejto súvislosti je potrebné rozlíšiť systém správy akciových spoločností, tzv. *corporate governance*, a to na *outsider systém* a *insider systém* (podrobnejšie pozri Mařík, 2007, s. 17).

² V tejto súvislosti sa uvádzajú tzv. *agency costs* ako dodatočné náklady správy akciových spoločností, ktoré sú spojené s administratívou, informovaním a riadením vzťahov k akcionárom (Weston, Chung a Hong, 1990, s. 107 – 110). Elimináciou tzv. *agency costs* sa konkrétne efekty *squeeze out* premietnu do absencie nutnosti zvolať valné zhromaždenie verejne a s predstihom, možnosti rozhodovať ad hoc podľa súčasnej obchodno-ekonomickej situácie, možnosti dať operatívne súhlas predstavenstvu na dôležité obchodné transakcie, investície, kapitálové presuny, schopnosti operatívne rozhodovať o reštrukturalizačných opatreniach a do schopnosti efektívne rozhodovať o formalitách typu schvaľovanie účtovnej závierky a rozdelenie výsledku hospodárenia (rozhodnutia jediného akcionára o skutočnostiach a zmenách, nevyžadujúce si zápis do obchodného registra). Flexibilita je zachovaná aj pri rozhodnutia vyžadujúcich si zápis do obchodného registra (zmena sídla spoločnosti, zmena stanov spoločnosti, zmena v zložení orgánov spoločnosti, zmena základného kapitálu spoločnosti).

Ďalším zdrojom komplikácií v systéme riadenia sú rôzne zákonné práva poskytované minoritným akcionárom v snahe ochrániť ich pred dôsledkami rôznych rozhodnutí spoločnosti (Pokorná, 2004, s. 239), ktoré sa z pohľadu minoritných akcionárov môžu javiť ako nevýhodné. Príkladom sú problémy, vznikajúce koncernom pri riadení dcérskych spoločností, kde sa vplyv minoritných akcionárov dcérskych spoločností pociťuje ako komplikácia pri správe majetku, ktorý kontrolujú. Tieto práva minoritných akcionárov sú v praxi spojené s rôznymi relatívne komplikovanými procedúrami, značne časovo a finančne náročnými a vo svojich dôsledkoch znižujúcimi flexibilitu akciových spoločností podnikajúcich v zostrujúcom sa konkurenčnom prostredí,

- *Prevod akciovej spoločnosti, ktorej akcie sú verejne obchodovateľné, na súkromnú akciovú spoločnosť, tzv. going private*,³ čo môže byť žiaduce v prípade potreby zásadnej reštrukturalizácie akciovej spoločnosti.

Jedným zo základných princípov práva výkupu je, že minoritným akcionárom bude ponúknuté protiplnenie primerané hodnote akcií cieľovej akciovej spoločnosti. To môže mať formu peňažného protiplnenia, cenných papierov alebo kombinácie oboch uvedených foriem. Ak majoritný akcionár ponúka aspoň časť protiplnenia vo forme cenných papierov, musí byť alternatívne ponúknutá aj možnosť iba peňažného protiplnenia.

Slovenská republika transponovala úpravu *squeeze out* do slovenského právneho poriadku na základe Smernice Európskeho parlamentu a Rady Európskej únie 2004/25/ES⁴ (tzv. *takeover bid smernica*) z 21. apríla 2004 o ponukách na prevzatie. Dohľad nad dodržiavaním noriem zavedených touto smernicou je zverený nestrannému národnému orgánu – Národnej banke Slovenska – v rámci integrovaného výkonu dohľadu nad finančným trhom v oblasti bankovníctva, kapitálového trhu, poisťovníctva a dôchodkového sporenia podľa zákona č. 747/2004 Z. z. o dohľade nad finančným trhom a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov.

Väčšina odborníkov hodnotí inštitút *squeeze out* v Slovenskej republike ako systémový krok v súvislosti s harmonizáciou nášho právneho systému s právnym

³ Legitímnou súčasťou *going private* ako trendu zmeny rozdrobeného vlastníctva na koncentrované je podľa Westona, Chunga a Honga (1990, s. 393), ako aj podľa Damodarana (1997, s. 692) princíp *squeeze out*, ktorý v kontexte realizovaných akvizíčných procesov (najmä typu Management Buyout, Leveraged Buyout, Hostly/Friendly Takeover) prináša benefity nielen akciovým spoločnostiam, ale aj celej ekonomike.

⁴ Smernica Európskeho parlamentu a Rady Európskej únie 2004/25/ES z 21. apríla 2004 o ponukách na prevzatie bola prijatá v rámci Akčného plánu pre finančné služby (The Financial Services Action Plan – FSAP), ktorého cieľom bolo integrovanie národných finančných trhov do jedného celoeurópskeho trhu (European Commission, 1999). Uvedená smernica bola výsledkom vyše dvadsaťročného úsilia o zjednotenie úpravy inštitútu *squeeze out* a predstavuje jeden z pilierov zvyšovania konkurencieschopnosti Európskej únie (Report on the Implementation of the Directive on Takeover Bids).

systémom Európskej únie. Práve z uvedeného dôvodu sa postupne novelizovali jednotlivé zákonné a podzákonné normy, predovšetkým zákon č. 483/2001 Z. z. o bankách a o zmene a doplnení niektorých zákonov, zákon č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch a investičných službách a o zmene a doplnení niektorých zákonov, zákon č. 513/1991 Zb. Obchodný zákonník, zákon č. 431/2002 Z. z. o účtovníctve, zákon č. 747/2004 Z. z. o dohľade nad finančným trhom a o zmene a doplnení niektorých zákonov a vyhláška Ministerstva spravodlivosti Slovenskej republiky č. 492/2004 Z. z. o stanovení všeobecnej hodnoty majetku.

Vyhláška Ministerstva spravodlivosti Slovenskej republiky č. 626/2007 Z. z., ktorou sa mení a dopĺňa vyhláška Ministerstva spravodlivosti Slovenskej republiky č. 492/2004 Z. z. o stanovení všeobecnej hodnoty majetku s účinnosťou od 1. januára 2008, má prílohou č. 16 za cieľ regulovať proces *squeeze out* z hľadiska použitých postupov a metód ohodnocovania (stanoviť všeobecnú hodnotu akcií na účely zistenia primeranej hodnoty protiplnenia podľa zákona č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch a investičných službách a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov) a vylúčiť tým subjektívnosť pri stanovení primeranej hodnoty protiplnenia v znaleckých (expertných) posudkoch.

Stanovenie primeraného protiplnenia sa javí ako najproblematickejší prvok celého postupu *squeeze out*. V zásade sa minoritní akcionári nebránia predaju svojich akcií, rozhodujúcou je pre nich cena. Skutočnosťou je, keďže ide o nútené vyvlastnenie a neodvratné odobratie ich majetku, že cena by mala zodpovedať tzv. absolútnemu odškodneniu, t. j. takej hodnote akcií, aby vytesnený akcionár mohol za získané protiplnenie nadobudnúť alternatívnu investíciu s rovnakým výnosom i rizikom. Ak sa na problematiku pozrieme z pohľadu majoritných akcionárov, proces *squeeze out* je pomerne finančne náročný a časovo zdĺhavý. Majoritní akcionári okrem nákladov na vytesnenie minoritných akcionárov znášajú aj náklady v registri cenných papierov a náklady súvisiace s vypracovaním znaleckého posudku.

2. Metodika stanovenia primeraného protiplnenia pri uplatnení inštitútu *squeeze out* z hľadiska metód stanovenia všeobecnej hodnoty majetku podniku

Určeniu primeraného protiplnenia za akciu predchádza stanovenie všeobecnej hodnoty majetku podniku ako celku. Všeobecná hodnota akcie sa stanoví výhradne podľa metód a postupov uvedených v prílohe č. 16 citovanej vyhlášky MS SR ako podiel všeobecnej hodnoty podniku ako celku a počtu vydaných akcií so zohľadnením ich menovitej hodnoty. Všeobecná hodnota podniku ako celku

sa stanovuje súčasne majetkovou metódou a podnikateľskou metódou pri časovo neobmedzenej životnosti podniku (*going concern*), pričom postup výpočtu vychádza z modelu DCF (*Discount Cash Flow*) entity. Za primerané protiuplnenie sa považuje vyššia z výsledných všeobecných hodnôt podniku ako celku určených *majetkovou metódou a podnikateľskou metódou*⁵ pomerne rozrátaných na jednotlivé akcie podľa ich pomerného podielu na základnom imaní.

Pri stanovení všeobecnej hodnoty podniku sa zohľadňujú špecifiká hodnoteného podniku. Podkladom na stanovenie všeobecnej hodnoty podniku podnikateľskou metódou je podnikateľský zámer predložený majoritným akcionárom, z ktorého je zrejмый vývoj podniku po majetkovej, finančnej, nákladovej a výnosovej stránke a ktorý zároveň odzrkadľuje postavenie podniku na trhu s predikciou spravidla na päť rokov vopred. Podnikateľský zámer musí obsahovať také náležitosti, ktoré zabezpečia preskúmateľnosť reálnosti tvorby a výšky odčerpateľných zdrojov⁶ vo vzájomnej súvislosti minulého a budúceho obdobia vrátane východísk tvorby a stanovenia parametrov podnikateľského zámeru.

Vychádzajúc z metodiky stanovenia primeraného protiuplnenia pri uplatnení práva výkupu podnikateľskou metódou v zmysle prílohy č. 16 citovanej vyhlášky MS SR uvádzame nasledujúci komplexný príklad (tab. 1 a 2).

V tabuľke 1 je uvedený vývoj vybraných dosiahnutých ukazovateľov v podniku s právnou formou – akciová spoločnosť pôsobiaca v odvetví telekomunikačných služieb v rokoch 2003 – 2007. Tabuľka 2 uvádza predikciu odčerpateľných zdrojov v časovom horizonte piatich rokov do roku 2012.

⁵ Použitie *podnikateľskej (výnosovej) metódy* je odporúčanou metódou na spracovanie znaleckých posudkov práve z dôvodu eliminácie informačnej asymetrie. Jedným z hlavných argumentov proti *squeeze out* zo strany minoritných akcionárov je totiž skutočnosť, že aj keď oni sami veria v pozitívny budúci vývoj spoločnosti, teda aj v rast hodnoty nimi držaných akcií (nemajú „pesimistické“ informácie), majoritný akcionár ich núti predat' ich podiely za cenu vychádzajúcu zo súčasnej situácie. Uvedený argument zodpovedá metodike stanovenia primeraného protiuplnenia pri uplatnení *squeeze out* na základe aplikácie majetkovej metódy stanovenia všeobecnej hodnoty podniku. Práve majetková metóda vychádza iba zo súčasnej hodnoty (často technicky i morálne zastaraného) majetku spoločnosti, na rozdiel od podnikateľskej metódy, ktorá zohľadňuje aj jej budúci vývoj, ako aj faktory (investície, výnosy z rozsahu, synergické efekty) determinujúce budúce peňažné toky, pozitívne sa premietajúce do hodnoty akciovej spoločnosti, a tým aj do hodnoty protiuplnenia pre vytesneného minoritného akcionára. Minoritní akcionári tak môžu participovať na budúcich výnosoch spoločnosti.

⁶ *Odčerpateľným zdrojom* (pre podniky s výnimkou finančných inštitúcií) sa na tento účel rozumie výsledok hospodárenia z hospodárskej činnosti po zdanení zvýšený o *odpisy a ostatné náklady započítané do výsledku hospodárenia z hospodárskej činnosti*, ktoré nie sú výdavkami v bežnom období (napr. tvorba rezerv, opravných položiek k majetku) a znížený o *investície do upraveného prevádzkovo nutného pracovného kapitálu* (stanoveného odpočítaním len neúročených krátkodobých záväzkov od obežných aktív), *investície do obstarania prevádzkovo nutného dlhodobého majetku* a *výnosy započítané do výsledku hospodárenia z hospodárskej činnosti*, ktoré nie sú príjmami v bežnom období (napr. rozpustenie rezerv, rozpustenie opravných položiek k majetku).

T a b u ľ k a 1

Vybrané ukazovatele súvahy v období 2003 – 2007 (v tis. Sk)

Súvaha					
Strana aktív	2007	2006	2005	2004	2003
<i>Majetok</i>	4 022 479	3 402 818	2 328 679	1 632 111	965 883
<i>Pohľadávky za upísané vlastné imanie</i>	0	0	0	380 100	265 080
<i>Dlhodobý majetok</i>	3 061 202	2 738 819	1 827 504	1 092 016	568 795
Dlhodobý nehmotný majetok	411 416	298 432	219 919	74 860	45 460
Dlhodobý hmotný majetok	2 644 516	2 440 232	1 607 075	1 016 646	523 315
Dlhodobý finančný majetok	5 270	155	510	510	20
<i>Obežný majetok</i>	871 244	645 058	481 372	139 266	116 977
<i>Zásoby</i>	189 989	216 536	155 671	9 477	6 871
Dlhodobé pohľadávky	870	800	599	427	292
Krátkodobé pohľadávky	556 282	284 093	227 173	89 171	56 723
Finančné účty	124 103	143 629	97 929	40 191	53 091
<i>Časové rozlíšenie</i>	90 033	18 941	19 803	20 729	15 031
Strana pasív	2007	2006	2005	2004	2003
<i>Vlastné imanie a záväzky</i>	4 022 479	3 402 818	2 328 679	1 632 111	965 884
<i>Vlastné imanie</i>	1 267 516	1 334 461	332 816	687 837	537 144
Základné imanie	3 342 389	2 807 120	1 310 150	1 310 150	810 000
Kapitálové fondy	92	0	112 979	112 979	112 979
Fondy zo zisku	0	0	0	0	0
Výsledok hospodárenia minulých rokov	-1 356 729	-977 334	-735 292	-385 835	-96 070
Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie	-718 236	-495 325	-355 021	-349 457	-289 765
<i>Záväzky</i>	2 396 206	1 834 335	1 868 344	874 579	347 300
Rezervy	0	3 409	7 682	6 300	0
Dlhodobé záväzky	1 058 165	7	9	987	529
Krátkodobé záväzky	543 981	454 159	246 131	158 524	346 771
Bankové úvery a výpomoci	794 060	1 376 760	1 614 522	708 768	0
<i>Časové rozlíšenie</i>	358 757	234 022	127 519	69 695	81 440

Prameň: Interné údaje akciovej spoločnosti podnikajúcej v odvetví telekomunikačných služieb.

T a b u ľ k a 2

Predikcia odčerpateľných zdrojov v rokoch 2008 – 2012 (v tis. Sk)

Ukazovateľ	2008	2009	2010	2011	2012
<i>Výsledok hospodárenia z hospodárskej činnosti pred zdanením (EBIT)</i>	-566 636.00	-241 033.00	173 249.00	353 150.00	521 525.00
Daň z príjmov	0.00	0.00	32 917.31	67 098.50	99 089.75
<i>Výsledok hospodárenia z hospodárskej činnosti po zdanení (EAT)</i>	-566 636.00	-241 033.00	140 331.69	286 051.50	422 435.25
Odpisy	660 000.00	750 000.00	820 000.00	925 000.00	950 000.00
Ostatné náklady, ktoré nie sú výdavkami v bežnom období	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Investície do pracovného kapitálu	129 798.00	167 268.00	95 432.00	95 168.00	99 964.00
Investície do obstarania dlhodobého majetku	670 623.00	864 217.00	493 064.00	491 703.00	516 479.00
Výnosy, ktoré nie sú príjmami v bežnom období	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<i>Odčerpateľné zdroje</i>	-707 057.00	-522 518.00	371 835.69	624 180.50	755 992.25

Prameň: Interné údaje akciovej spoločnosti podnikajúcej v odvetví telekomunikačných služieb.

Tabuľka 3

Emisia štátnych dlhopisov v roku 2007

Číslo emisie	ISIN	Dátum emisie	Dátum splatnosti	Lehota splatnosti v rokoch	Menovitá hodnota (Sk)	Výnos v % p. a.	Periódna vypl. výnosov	Forma prim. predaja	Dopyt (mil. Sk)		Akceptované výnosy do splatnosti v % p. a.		
									celkový	akcept.	minimálny	maximálny	priemerný
202/O	SK4120004227	07. 03. 2007	11. 02. 2014	10	100 000	4.90	ročne	aukčný	6 518.3	2 218.3	4.08	4.32	4.28
202/P	SK4120004227	16. 05. 2007	11. 02. 2014	10	100 000	4.90	ročne	aukčný	10 285.0	7 245.0	4.25	4.38	4.34
204/R	SK4120004318	24. 01. 2007	12. 05. 2019	15	100 000	5.30	ročne	aukčný	6 503.2	4 391.2	4.25	4.40	4.38
205/I	SK4120004565	10. 01. 2007	04. 05. 2012	7	100 000	0.00	ročne	aukčný	14 827.0	12456.0	4.00	4.25	4.18
205/J	SK4120004565	21. 03. 2007	04. 05. 2012	7	100 000	0.00	ročne	aukčný	18 088.4	8 010.0	4.10	4.14	4.14
205/K	SK4120004565	30. 05. 2007	04. 05. 2012	7	100 000	0.00	ročne	aukčný	3 247.2	1 157.2	4.29	4.40	4.37
206/E	SK4120004987	21. 02. 2007	10. 05. 2026	20	100 000	4.50	ročne	aukčný	3 085.0	915.0	4.33	4.48	4.45
207/A	SK4120005331	07. 02. 2007	08. 02. 2010	3	100 000	0.00	ročne	aukčný	34 270.8	13 795.0	4.04	4.19	4.18
207/B	SK4120005331	18. 04. 2007	08. 02. 2010	3	100 000	0.00	ročne	aukčný	30 953.0	15 973.0	3.79	4.05	3.89
207/C	SK4120005331	27. 06. 2007	08. 02. 2010	3	100 000	0.00	ročne	aukčný	3 487.0	2 217.0	4.14	4.50	4.44
207/D	SK4120005331	05. 09. 2007	08. 02. 2010	3	100 000	0.00	ročne	aukčný	3 663.0	1 033.0	4.28	4.40	4.39
208/A	SK4120005372	04. 04. 2007	04. 04. 2017	10	100 000	4.20	ročne	aukčný	5 490.0	2 455.0	4.10	4.22	4.18
Spolu za rok 2007 (mil. Sk)									140 417.9	71 865.7			

Prameň: Národná banka Slovenska <www.nbs.sk>.

Celkový kapitál spoločnosti bol vypočítaný nasledujúcim spôsobom:

$$CK = CZK + VK \quad (1)$$

kde

CZK – objem cudzieho kapitálu (dlhodobé bankové úvery, bežné bankové úvery, finančné výpomoci, emitované dlhopisy, zmenky, *leasing*, platené nájom a iné záväzky);

VK – objem vlastného kapitálu (vlastné imanie);

CK – celkový kapitál, ktorým sa rozumie súčet vlastného a cudzieho kapitálu.

$$CK = CZK + VK = 1\,852\,225 \text{ tis.} + 1\,267\,516 \text{ tis.} = 3\,119\,741 \text{ tis. Sk}$$

Náklady cudzieho kapitálu predstavujú nákladové úroky (účty 562 a 568) a boli stanovené na úrovni 8,50 % z úročeného požičaného kapitálu.

Pri výpočte nákladov vlastného kapitálu sa vychádzalo z úrovne bezrizikovej úrokovej miery (r_f), ktorá sa rovná výške priemerného výnosu zo štátneho dlhopisu (tab. 3) s najdlhšou dobou splatnosti (20 rokov) na trhu dlhopisov v SR, uvádzaného NBS (číslo emisie 206/E, ISIN SK4120004987), t. j. 4,45 % (priemerný akceptovaný výnos v % p. a.), pričom bol použitý model oceňovania kapitálových aktív (*Capital Assets Pricing Model – CAPM*).⁷

Beta koeficient ako ukazovateľ systematického rizika je vzhľadom na stupeň rozvinutosti slovenského kapitálového trhu obťažné odhadnúť. Z uvedeného dôvodu je potrebné vychádzať z vypracovaných informácií amerického a európskeho kapitálového trhu o výnosnosti cenných papierov v rovnakom odvetví ako pôsobí ohodnocovaná akciová spoločnosť. Beta koeficient sa následne upravuje o vplyv kapitálovej štruktúry (Damodaran, 2006). Na dosiahnutie zodpovedajúcej vypovedacej schopnosti zohľadňujúcej odlišnosti kapitálovej štruktúry v závislosti od druhu a charakteru odvetvia bol koeficient beta prepočítaný na tzv. *Unleveraged Beta* (tzv. *nulové zadĺženie*) na základe nasledujúceho vzorca:

⁷ Model CAPM vychádza z rozlíšenia medzi diverzifikovateľným (nesystematickým) a nediverzifikovateľným (systematickým) rizikom. Autori modelu W. Sharpe (1964), J. Linter (1965) a J. Treynor (jeho stať nebola publikovaná) dospeli jednotne k stanoveniu rizikovej prémie v podobe rozdielu medzi očakávaným výnosom cenného papiera a bezrizikovou prémie, pričom riziková prémie je proporcionálna k nediverzifikovateľnému, tzv. systematickému riziku cenného papiera, ktoré je merateľné koeficientom beta (β). Model CAPM dokazuje, že trhom dané riziko nemožno odstrániť, a preto patrí investorom kompenzácia za znášanie trhového (systematického) rizika v podobe rizikovej prémie, ktorá je priamo úmerná koeficientu beta, čo vyjadruje nasledujúci vzťah:

$$EV_i = r_f + \beta_i \cdot (EV_M - r_f) \quad (2)$$

kde

EV_i – očakávaná výnosnosť i -tého cenného papiera,

r_f – výnosnosť bezrizikovej investície,

β_i – beta koeficient i -tého cenného papiera,

EV_M – očakávaná výnosnosť trhového portfólia.

$$\beta_{unleveraged} = \frac{\beta_{leveraged}}{1 + (1 - d) \cdot D / E} \quad (3)$$

kde

- $\beta_{unleveraged}$ – beta koeficient bez finančnej páky,
- $\beta_{leveraged}$ – beta koeficient vrátane finančnej páky,
- D – cudzie zdroje (kapitál veriteľov v trhovom vyjadrení),
- E – vlastný kapitál (kapitál akcionárov v trhovom vyjadrení),
- d – daňová sadzba.

Korekcia koeficientu beta na tzv. nulové zadlženie rešpektuje odlišnú mieru finančného rizika. V našom príklade sme použili hodnotu beta koeficientu pre odvetvie telekomunikačných služieb z údajovej databázy Datasets A. Damodarana (2008a). Hodnota $\beta_{unleveraged}$ bola stanovená v rámci európskych krajín pre dané odvetvie na úrovni 0,98.

Na stanovenie prémie za riziko sme taktiež využili údajovú databázu Damodarana (2008b). Podľa tejto databázy je Slovenská republika zaradená v ratingovom hodnotení agentúry Moody's do dlhodobého ratingového pásma A. To znamená, že k základnej rizikovej prémii kapitálového trhu v USA vo výške 4,79 % je potrebné pripočítať dodatočnú prémie, vyjadrujúcu zvýšenú mieru rizika teritória pre investora, vo výške 1,05 % (pre SR) na výslednú celkovú rizikovú prémie 5,84 %.

Po zohľadnení nákladov cudzieho (N_{CZK}) a vlastného kapitálu (N_{VK}) a finančnej štruktúry akciovej spoločnosti bola vypočítaná miera kapitalizácie (i).

$$N_{VK} = r_f + \beta \cdot (r_m - r_f) = 4,45 + 0,98 \cdot (4,79 + 1,05) = 10,17 \%$$

Vzhľadom na to, že hodnotená akciová spoločnosť využíva kombináciu vlastného a cudzieho kapitálu, miera kapitalizácie (i)⁸ sa vypočíta podľa nasledujúceho vzorca:

$$i = (1 - d) \cdot N_{CZK} \cdot \frac{CZK}{CK} + N_{VK} \cdot \frac{VK}{CK} \quad (4)$$

kde

- d – sadzba dane z príjmov v percentách, do výpočtu dosadzovaná v desatinnom tvare;
- N_{CZK} – náklady cudzieho kapitálu v percentách, do výpočtu dosadzované v desatinnom tvare;
- N_{VK} – náklady vlastného kapitálu v percentách, do výpočtu dosadzované v desatinnom tvare.

⁸ Miera kapitalizácie (i) odráža mieru rizika, priemernú nákladovosť kapitálu a štruktúru využívaného kapitálu. Ak hodnotený podnik využíva alebo bude využívať len vlastný kapitál, miera kapitalizácie (i) sa stanoví na úrovni nákladov vlastného kapitálu (N_{VK}), pričom náklady vlastného kapitálu sa stanovujú na úrovni bezrizikovej úrokovej miery (r_f), ktorá sa rovná výške priemerného výnosu zo štátneho dlhopisu s najdlhšou dobou splatnosti na trhu dlhopisov v Slovenskej republike.

Po dosadení:

$$i = (1 - 0,19) \cdot 8,50 \cdot \frac{1\,852\,225 \text{ tis.}}{3\,119\,741 \text{ tis.}} + 10,17 \cdot \frac{1\,267\,516 \text{ tis.}}{3\,119\,741 \text{ tis.}} = 8,22 \%$$

Všeobecná hodnota odčerpateľných zdrojov (H_{OZ}) pre uvedenú akciovú spoločnosť, ktorá využíva kombináciu vlastného a cudzieho kapitálu, bola vypočítaná (tab. 4) na obdobie piatich rokov (2008 – 2012) podľa nasledujúceho vzťahu:

$$H_{OZ} = \sum_{t=1}^n \frac{OZ_t}{(1+i)^t} \quad (5)$$

kde

OZ_t – odčerpateľné zdroje hodnoteného obdobia,

i – miera kapitalizácie v percentách dosadzovaná do výpočtu v desatinnom tvare,

n – dĺžka sledovaného obdobia.

T a b u ľ k a 4

Výpočet všeobecnej hodnoty odčerpateľných zdrojov za obdobie 5 rokov

Rok	Odčerpateľné zdroje	Odúročiteľ ($i = 8.22\%$)	Všeobecná hodnota odčerpateľných zdrojov
2008	-707 057.00	0.9242	-653 472.27
2009	-522 518.00	0.8542	-446 320.40
2010	371 835.69	0.7894	293 541.35
2011	624 180.50	0.7296	455 408.52
2012	755 992.25	0.6743	509 777.94
Spolu			158 935.15

Prameň: Vlastný výpočet.

Na výpočet hodnoty pokračujúcej v ďalšom roku je potrebné stanoviť odčerpateľné zdroje na rok 2013, t. j. rok nasledujúci po sledovanom období na základe odčerpateľných zdrojov (OZ_n) na rok 2012 a vypočítanej trvale udržateľnej miery rastu (g),⁹ vyjadrujúcej percentuálnu medziročnú zmenu schopnosti podniku vytvárať odčerpateľné zdroje, ktorú sme stanovili na úrovni predpokladanej miery inflácie k dátumu ohodnotenia, t. j. k 31. 12. 2007 na úrovni 3,4 % (www.slovstat.sk).

⁹ Trvale udržateľná miera rastu odčerpateľných zdrojov (g) vyplýva z historického a prognózovaného vývoja výnosov, pričom sa abstrahuje od mimoriadnych a extrémnych hodnôt. Ak nemožno vzhľadom na minulý a budúci vývoj podniku stanoviť trvale udržateľnú mieru rastu odčerpateľných zdrojov (g) uvedeným spôsobom, je možné použiť údaje Štatistického úradu SR ako priemernú hodnotu rastu príslušného odvetvia za predchádzajúce obdobie spravidla piatich rokov. Tieto údaje sa použijú aj v prípade, že po odvodení z historických údajov vychádza trvale udržateľná miera rastu (g) vyššia ako miera kapitalizácie (i). Ak výsledky na základe uvedených postupov nie je možné aplikovať, hraničnou hodnotou trvale udržateľnej miery rastu (g) je predpokladaná miera inflácie k dátumu ohodnotenia.

Objem odčerpateľných zdrojov na rok 2013 sme vypočítali nasledujúcim spôsobom:

$$OZ_{n+1} = OZ_n \cdot (1 + g) = 755\,992,25 \text{ tis.} \cdot (1 + 0,034) = 781\,695,99 \text{ tis. Sk}$$

Hodnota pokračujúca (H_p) ako všeobecná hodnota odčerpateľných zdrojov podniku v roku 2013 nasledujúcom po sledovanom období (2008 – 2012) zohľadňuje predpoklady podniku vytvárať odčerpateľné zdroje počas časovo neobmedzeného obdobia. Táto hodnota je prepočítaná na súčasnú hodnotu k dátumu ohodnotenia (k 31. 12. 2007) podľa nasledujúceho vzťahu:

$$H_p = \frac{OZ_{n+1}}{i - g} \cdot \frac{1}{(1+i)^n}, \text{ pričom } i > g \quad (6)$$

kde

- OZ_{n+1} – objem odčerpateľných zdrojov v nasledujúcom roku po sledovanom období,
- g – trvale udržateľná miera rastu odčerpateľných zdrojov v %, dosadzovaná do výpočtu v desatinnom tvare, ktorá vyjadruje percentuálnu medziročnú zmenu schopnosti podniku vytvárať odčerpateľné zdroje, ktoré závisia od stavu podniku ku dňu ohodnotenia a od jeho vývoja počas sledovaného obdobia v rámci odvetvia.

Po dosadení do uvedeného vzťahu:

$$H_p = \frac{781\,695,99 \text{ tis.}}{0,082 - 0,034} \cdot \frac{1}{(1 + 0,082)^5} = 10\,981\,466,50 \text{ tis. Sk}$$

Všeobecná hodnota podniku pri jeho časovo neobmedzenej životnosti je pomocou podnikateľskej metódy súčtom vypočítanej všeobecnej hodnoty odčerpateľných zdrojov (H_{OZ}) a pokračujúcej hodnoty (H_p). K hodnote podniku stanovenej týmto modelom sa v zmysle prílohy č. 16 citovanej vyhlášky Ministerstva spravodlivosti SR pripočíta všeobecná hodnota prevádzkovo nepotrebného majetku a zdôvodní sa jeho neupotrebenie v podnikateľskej činnosti hodnoteného podniku. Od vypočítanej hodnoty podniku sa odpočíta všeobecná hodnota úročeného požičaného kapitálu k dátumu ohodnotenia. Výsledkom je všeobecná hodnota podniku stanovená podnikateľskou metódou na účel *squeeze out*.

$$\begin{aligned} V\check{S}H_p &= H_{OZ} + H_p = 158\,935,15 \text{ tis.} + 10\,981\,466,50 \text{ tis.} + 0 \text{ tis.} - 1\,852\,225 \text{ tis.} = \\ &= 9\,288\,176,64 \text{ tis. Sk} \end{aligned}$$

(všeobecná hodnota podniku = 308 310 981 eur
prepočítaná aktuálnym konverzným kurzom 30,126 SKK/EUR)

Na stanovenie primeraného protiplnenia sme vypočítali všeobecnú hodnotu podniku pripadajúca na jednu Sk základného imania.

$$\begin{aligned}
 & V\check{S}H_p \text{ pripadajúca na 1 Sk základného imania} = \\
 & = \frac{V\check{S}H_p}{\text{základné imanie}} = \frac{9\,288\,176,64 \text{ tis.}}{3\,342\,389 \text{ tis.}} = 2,78 \text{ Sk}
 \end{aligned}$$

Protiplnenie sa stanoví ako súčin všeobecnej hodnoty akcie a počtu akcií, ktoré má v držbe minoritný akcionár, pričom všeobecná hodnota jednej akcie sa stanoví ako podiel všeobecnej hodnoty podniku ako celku a počtu vydaných akcií so zohľadnením ich menovitej hodnoty.

Akciová spoločnosť má emitovaných 3 342 389 kusov akcií s menovitou hodnotou 1 000,- Sk. Všeobecná hodnota jednej akcie na účely *squeeze out* je v tomto prípade 2 780,- Sk (92,28 eur).

3. Vybrané problémové oblasti inštitútu *squeeze out* a návrhy na ich riešenie

Po zohľadnení teoretických i praktických východísk problematiky *squeeze out* je podľa nášho názoru potrebné poukázať na nasledovné problémové oblasti tohto inštitútu ekonomického charakteru v SR, a zároveň navrhnúť možné riešenia.

Stanovenie ekonomickej kategórie náklady vlastného kapitálu

Vlastný kapitál, samozrejme, nie je zadarmo. Odhad nákladov vlastného kapitálu vyjadruje očakávanú mieru výnosu vlastníkov (akcionárov, investorov) s ohľadom na mieru rizika spojenú s touto investíciou (Bobáková, 2002, s. 112 – 118). Sú parametrom so značným vplyvom na celkovú výslednú hodnotu podniku. V dôsledku inverzného vzťahu medzi nákladmi na vlastný kapitál a hodnotou podniku ako celku stanovenú podnikateľskou metódou je zřejmé, že nižšie náklady na vlastný kapitál zvyšujú hodnotu spoločnosti, resp. hodnotu akcií pri procese *squeeze out*.

Táto ekonomická kategória je v súčasnosti na účely zistenia primeranej hodnoty protiplnenia regulovaná v prílohe č. 16 citovanej vyhlášky MS SR. V prípade, ak je spoločnosť financovaná iba vlastným kapitálom, náklady na vlastný kapitál sú zhodné s mierou kapitalizácie (*i*), ktorá sa vypočíta pomocou modelu priemerných vážených nákladov kapitálu – WACC. Uvedená vyhláška stanovuje náklady vlastného kapitálu na úrovni bezrizikovej úrokovej miery, ktorá sa rovná výške priemerného výnosu zo štátneho dlhopisu s najdlhšou dobou splatnosti na trhu dlhopisov v Slovenskej republike¹⁰ (t. j. v súčasnosti na úrovni 4,45 %).

¹⁰ V tejto súvislosti vzniká priestor na ďalšiu rozsiahlu diskusiu, predovšetkým ohľadom *použitia len štátnych dlhopisov*, či sa oprieť aj o *iné úrokové miery kapitálového trhu, doby splatnosti štátnych dlhopisov* hlavne v súvislosti s požiadavkou časovej symetrie bezrizikovej výnosnosti a diskontnou mierou, ako aj ohľadom *použitia údajovej základne* národného kapitálového trhu

Reguláciu stanovenia nákladov vlastného kapitálu uvedeným spôsobom považujeme za nedostatočnú, nezohľadňujúcu konkrétne determinanty podnikania (napríklad odvetvie podnikania, kapitálovú a finančnú štruktúru podniku, trhové riziko, očakávanú mieru inflácie). Východiskom na určenie nákladov vlastného kapitálu by malo byť využitie modelov finančnej teórie, napríklad modelu oceňovania kapitálových aktív – model CAPM,¹¹ modelu arbitrážneho oceňovania – model APT, dividendového modelu, Gordonovho rastového modelu, Famaovho-Frenchovho trojfaktorového modelu, metódy istotných ekvivalentov, expertných prístupov na stanovenie beta koeficientov, resp. rizikovej prémie na ohodnotenie súboru rizikových faktorov charakterizujúcich riziko podnikateľskej činnosti spoločnosti založené na princípe stavebnicových modelov.

Výsledkom určenia nákladov vlastného kapitálu v zmysle uvedenej vyhlášky pri procese *squeeze out* sú náklady vlastného kapitálu na nižšej úrovni ako náklady vlastného kapitálu stanovené v súlade s finančnou teóriou, čo v konečnom dôsledku zvyhodňuje postavenie minoritných akcionárov. Regulácia uvedená vo vyhláške preto môže byť nanajvýš základom určenia bezrizikovej úrokovej miery pri výpočte samotných nákladov vlastného kapitálu prostredníctvom uvedených modelov.

Stanovenie ekonomickej kategórie trvale udržateľná miera rastu (*g*)

Podľa prílohy č. 16 uvedenej vyhlášky Ministerstva spravodlivosti SR na účely zistenia primeranej hodnoty protiplnenia trvale udržateľná miera rastu odčerpateľných zdrojov (*g*) vyjadruje percentuálnu medziročnú zmenu schopnosti podniku vytvárať odčerpateľné zdroje, ktorá závisí od stavu podniku ku dňu ohodnotenia a od jeho vývoja počas sledovaného obdobia v rámci jeho odvetvia v kontexte s jeho históriou. Trvale udržateľná miera rastu odčerpateľných zdrojov (*g*) vyplýva z historického a prognózovaného vývoja výnosov, pričom sa abstrahuje od mimoriadnych a extrémnych hodnôt. Ak nemožno vzhľadom na minulé a budúci vývoj podniku stanoviť mieru *g* uvedeným spôsobom, je možné použiť údaje Štatistického úradu SR ako priemernú hodnotu rastu príslušného odvetvia za predchádzajúce obdobie spravidla piatich rokov. Údaje zo ŠÚ SR sa

alebo údajovej základne rozvinutého kapitálového trhu (napríklad v USA) ako adekvátnejšej základne (Maříková a Mařík, 2007, s. 80 – 87). Riešením môže byť aplikácia dvojfázového modelu stanovenia bezrizikovej miery výnosnosti, ktorý bol vypracovaný v rámci riešenia sporov odškodnenia minoritných akcionárov a snáh o objektivizovanú diskontnú mieru (Wegner, 2003 in Maříková a Mařík, 2007, s. 86).

¹¹ Aj napriek tomu, že model CAPM je kritizovaný pre celý rad nedostatkov – predovšetkým problém špecifického rizika, ktorý možno riešiť prirážkou (prémiou) za špecifické riziko k výsledkom kalkulovaným na základe modelu CAPM, alebo použitím tzv. *total beta*, t. j. koeficientu beta odrážajúceho nielen trhové (systematické) ale aj netrhové (nesystematické) riziko – tento model predstavuje zatiaľ jediný teoretickými poznatkami podložený a vo svetovej praxi uznávaný spôsob kvantifikácie diskontnej miery pri výnosových metódach ohodnocovania podniku.

použijú aj v prípade, že po odvodení z historických údajov vychádza trvale udržateľná miera rastu (g) vyššia ako miera kapitalizácie (i). Ak výsledky na základe uvedených postupov nemožno aplikovať, hraničnou hodnotou rastu g je predpokladaná miera inflácie k dátumu ohodnotenia.

Stanovenie trvale udržateľnej miery rastu (g) v zmysle uvedenej vyhlášky môže v každom z použitých spôsobov viesť k výrazne odlišným hodnotám, rádovo aj o niekoľko desiatok percent, čo môže markantne ovplyvniť výslednú všeobecnú hodnotu podniku. Z tohto dôvodu by bolo vhodné jednoznačnejšie určiť spôsob stanovenia trvalo udržateľnej miery rastu, pričom z dlhodobého hľadiska by nemala byť vyššia ako tempo rastu ekonomiky ako celku, v ktorej príslušný podnik pôsobí.

Alternatívnym riešením môže byť výpočet trvalo udržateľnej miery rastu prostredníctvom dvojstupňového dividendového diskontného modelu, ktorého základný tvar je:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{Div_t}{(1+r)^t} + \frac{P_n}{(1+r)^n}, \text{ kde } P_n = \frac{Div_{n+1}}{(r-g_n)} \quad (7), (8)$$

pričom

- P_0 – súčasná hodnota akcie,
- Div_t – očakávané dividendy na akciu v roku t ,
- r – požadovaná miera návratnosti,
- P_n – cena na konci roku n ,
- g_n – miera rastu po roku n do nekonečna.

Na výpočet trvalo udržateľnej miery rastu g v tomto modeli platí vzťah:

$$g = a_p \cdot \left(ROA + \frac{CZK}{VK} \cdot (ROA - u \cdot (1 - d)) \right) \quad (9)$$

kde

- a_p – aktivačný pomer ($1 - \text{výplatný pomer}$),
- ROA – výnosnosť celkových aktív ($\text{čistý zisk} + \text{nákladový úrok} \cdot (1 - t) / \text{celkové aktíva}$),
- $\frac{CZK}{VK}$ – cudzie zdroje/vlastné zdroje (v účtovných hodnotách),
- u – nákladový úrok/účtovná hodnota cudzích zdrojov.

Objektívnosť podnikateľského zámeru

Podkladom na stanovenie všeobecnej hodnoty podniku podnikateľskou metódou je podnikateľský zámer predložený majoritným akcionárom, z ktorého je zrejмый vývoj podniku po majetkovej, finančnej, nákladovej a výnosovej stránke a ktorý odzrkadľuje postavenie podniku na trhu, spravidla na päť rokov dopredu. Podľa prílohy č. 16 citovanej vyhlášky MS SR by podnikateľský zámer mal obsahovať náležitosti zabezpečujúce preskúmateľnosť reálnosti tvorby a výšky odčerpateľných zdrojov vo vzájomnej súvislosti minulého a budúceho obdobia vrátane východísk tvorby a stanovenia parametrov podnikateľského zámeru.

Podnikateľský zámer zohráva pri ohodnotení podniku podnikateľskou metódou kľúčovú úlohu. Jeho hlavnou funkciou je vymedziť celkový výnosový potenciál podniku, základné rozvojové smery, zachytiť základné dynamizujúce procesy a súvislosti minulého a budúceho obdobia v podnikaní. Determinuje tak nielen tvorbu a výšku odčerpateľných zdrojov, ale má vplyv i na stanovenie trvale udržateľnej miery rastu (*g*). Vzhľadom na to, že podnikateľský zámer nemá vo vyhláske direktívne určenú štruktúru a náležitosti a predkladá ho majoritný akcionár, nemusí spĺňať podmienku spracovania v záujme všetkých akcionárov. Povinnosťou znalca je preveriť a zhodnotiť jeho objektívnosť po kvalitatívnej i kvantitatívnej stránke. Pokiaľ znalec dôjde k záveru, že predložený podnikateľský zámer nezodpovedá skutočnosti, nie je objektívny, ale tendenčný, musí trvať na jeho skorigovaní. Ak majoritný akcionár odmietne podnikateľský zámer upraviť, znalec by nemal znalecký posudok vypracovať, a to predovšetkým v prípade, keď má použitie podnikateľskej metódy objektívnym a optimálnym spôsobom stanoviť všeobecnú hodnotu podniku a následne primerané protiplnenie pri uplatnení práva výkupu.

Problematika *squeeze out* je aktuálnym problémom, ktorého riešenie v rámci slovenskej i európskej legislatívy nie je definitívne ukončené. Inštitút *squeeze out* je v súčasnosti v Európe už bežným právnym nástrojom na realizáciu zmien vo vlastníckej štruktúre akciových spoločností. Jeho zakotvenie v jednotlivých národných právnych úpravách,¹² aj napriek ich nejednotnosti smeruje k ochrane záujmov tak majoritných, ako aj minoritných akcionárov. Rovnako ani názory laickej i odbornej verejnosti na legitimitu a efektívnosť tohto procesu nie sú dosiaľ zjednotené a stále sa môžeme stretnúť s kritikmi a priaznivcami inštitútu *squeeze out*. Kritické názory poukazujú na rozpor s ústavnoprávnou konformitou, so všeobecnými princípmi ochrany vlastníctva a práv menšín, na rozpor s európskymi hodnotami a cieľmi, pričom mnohé z nich nezohľadňujú globálne ciele Európy, nenazerajú na inštitút *squeeze out* pohľadom majoritných akcionárov

¹² V Českej republike bol pojem *squeeze out* do právnej úpravy zavedený novelou zákona č. 216/2005 Sb. Obchodného zákonníka č. 513/1991 Sb. Spôsob stanovenia primeraného protiplnenia Obchodný zákonník bližšie nešpecifikoval, stanovil len, že primerané vyrovnanie musí byť doložené posudkom znalca (§ 220p ods. 2 Obchodného zákonníka). Vo Veľkej Británii je *squeeze out* možný len v prípade, ak s ponukou odškodnenia (primeraného protiplnenia) súhlasí najmenej 90 % minoritných akcionárov. Vo Francúzsku je *squeeze out* spojený so zrušením registrácie akcií a je možný len v prípade verejných spoločností (t. j. tých, ktorých akcie sa obchodujú na burze), v ktorých hlavný akcionár musí vlastniť minimálne 95 % hlasovacích práv a vopred musí minoritným akcionárom ponúknuť úspešnú ponuku na prevzatie. Vo Švajčiarsku je predpokladom *squeeze out* nadobudnutie podielu minimálne 98 % v rámci úspešnej ponuky na prevzatie. V Holandsku sa môže domáhať hlavný akcionár s podielom väčším ako 95 % vylúčenia minoritných akcionárov len formou súdnej žaloby, pričom výšku odškodnenia (primeraného protiplnenia) stanovuje súd s pomocou troch znalcov v rámci tohto pojednávania. Naproti tomu v Rakúsku, Nemecku, Českej republike, ako aj v Slovenskej republike možno *squeeze out* realizovaný len na základe rozhodnutia majoritného akcionára.

v kontexte zabezpečenia efektívnosti ekonomického systému. *Squeeze out* je v tomto smere pozitívnu zmenou, ktorá má potenciál prekonať prekážky a neefektívnosť spojenú s rozdrobeným vlastníctvom akcií. Môže predstavovať jeden z nástrojov zefektívnenia fungovania kapitálových trhov, posilnenia *corporate governance* v spoločnostiach, ako aj flexibility korporácií v ich schopnostiach reagovať na globálne zmeny vo svetovej ekonomike. Rovnako môže predstavovať i determinant zvyšujúci atraktivnosť podnikateľského prostredia a v rámci slovenských (podobne aj českých) podmienok nástroj eliminujúci rozdrobenosť vlastníctva v dôsledku kupónovej privatizácie zo začiatku 90. rokov dvadsiateho storočia.¹³ Práve roztrieštená akcionárska štruktúra sa považuje za jednu z prekážok náležitej *corporate governance*.

Záver

Zavedenie inštitútu *squeeze out* v Slovenskej republike a jeho riadne uplatňovanie v súlade s princípmi citovanej Smernice Európskeho parlamentu a Rady Európskej únie má v viesť k posilneniu právnej istoty podnikateľov (majoritného akcionára, prípadne viacerých akcionárov konajúcich v zhode), že existuje efektívna možnosť dosiahnutia prehľadnej vlastnickej štruktúry potrebnej na podnikanie, ako aj k posilneniu práv minoritných akcionárov na primerané protiplnenie v prípade uplatnenia *squeeze out* v spoločnostiach obchodovaných na regulovanom trhu.

Stanovenie primeranej hodnoty protiplnenia za akciu sa javí ako najproblematickejší prvok celého postupu *squeeze out*. V zásade sa minoritní akcionári nebránia predaju svojich akcií, rozhodujúcou je pre nich cena. Skutočnosťou je, keďže ide o nútené vyvlastnenie a neodvratné odobratie ich majetku, že cena by mala zodpovedať tzv. absolútnemu odškodneniu, t. j. takej hodnote akcií, aby vytesnený akcionár mohol za získané protiplnenie nadobudnúť alternatívnu investíciu s rovnakým výnosom i rizikom.

¹³ Vlna *squeeze out* sa začala v ČR v roku 2005 po schválení novely Obchodného zákonníka upravujúcej právo výkupu (*squeeze out*). Podľa údajov Českej kapitálovej informačnej agentúry (ČEKIA) v období rokov 2005 až marec 2009 ohlásilo *squeeze out* 340 akciových spoločností. Odhadovaná čiastka, ktorú majoritní akcionári zaplatia za oznámené procesy, je 14,2 mld Kč. Hoci právna úprava v SR umožňuje *squeeze out* už od roku 2007, možno konštatovať, že v SR je stále v úplných začiatkoch. Podľa dostupných informácií udelila doposiaľ NBS potrebný súhlas len v dvoch prípadoch (Dopravoprojekt, a. s.; Železiarne Podbrezová, a. s.). Rozdiel medzi SR a ČR spočíva pravdepodobne v tom, že v podmienkach SR nevznikne až taká vlna odporu minoritných akcionárov z dôvodu prijatia prísnejších pravidiel pre *squeeze out* a ochranu minoritných akcionárov. V tejto súvislosti stojí za zmienku, že proces *squeeze out* v mnohých českých spoločnostiach nie je ešte dosiaľ (niekoľko rokov) definitívne ukončený vzhľadom na nespokojnosť minoritných akcionárov, ktorá vyústila do množstva súdnych sporov.

Aplikácia podnikateľskej metódy na zistenie primeranej hodnoty protiplnenia podľa prílohy č. 16 citovanej vyhlášky MS SR je založená na regulácii východiskových ekonomických kategórií, ktoré zásadným spôsobom ovplyvňujú výslednú všeobecnú hodnotu podniku, resp. hodnotu akcií pri procese *squeeze out*. Ide predovšetkým o stanovenie nákladov vlastného kapitálu a trvale udržateľnej miery rastu. Výsledkom určenia nákladov vlastného kapitálu pri procese *squeeze out* v zmysle tejto vyhlášky sú náklady vlastného kapitálu na úrovni nižšej ako náklady vlastného kapitálu stanovené v súlade s finančnou teóriou, čo v dôsledku vzájomného inverzného vzťahu zvyšuje hodnotu podniku, a tým zvyšuje minoritných akcionárov. Regulácia uvedená vo vyhláške by mala byť iba základom na určenie bezrizikovej úrokovej miery pri výpočte samotných nákladov vlastného kapitálu prostredníctvom navrhnutých modelov finančnej teórie. Stanovenie trvale udržateľnej miery rastu v zmysle vyhlášky môže v každom z alternatívnych spôsobov viesť k výrazne odlišným hodnotám, rádovo aj o niekoľko desiatok percent, čo tiež markantne ovplyvňuje výslednú všeobecnú hodnotu podniku a následne primerané protiplnenie. Z tohto dôvodu by bolo vhodné vo vyhláške jednoznačnejšie určiť spôsob stanovenia trvalo udržateľnej miery rastu, pričom z dlhodobého hľadiska by táto miera rastu nemala byť vyššia ako tempo rastu ekonomiky ako celku, v ktorej príslušný podnik pôsobí. Alternatívnym riešením môže byť výpočet miery rastu prostredníctvom dvojstupňového dividendového diskontného modelu. Kľúčovú úlohu zohráva i podnikateľský zámer, ktorý vymedzuje celkový výnosový potenciál podniku, základné rozvojové smery, zachytáva základné dynamizujúce procesy a súvislosti minulého a budúceho obdobia v podnikaní. Determinuje tak nielen tvorbu a výšku odčerpateľných zdrojov, ale má vplyv i na stanovenie trvale udržateľnej miery rastu. Vzhľadom na to, že podnikateľský zámer nemá v uvedenej vyhláške direktívne určenú štruktúru a náležitosti, je nevyhnutné zabezpečiť a dôsledne preveriť jeho objektívnosť po kvalitatívnej i kvantitatívnej stránke.

Literatúra

- BARTOŠÍKOVÁ, M. (2004): Využití, či zneužití práva menšinového akcionáře? Právní rádce, č. 4, s. 1.
- BOBÁKOVÁ, V. (2002): Finančné zdroje podniku. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM. ISBN 80-225-1592-2.
- BRABENEC, T. (2008): Finanční teorie versus regulace stanovení nákladů vlastního kapitálu – dopady na menšinové akcionáře. In: Stanovenie všeobecnej hodnoty akcií v podmienkach nových legislatívnych úprav s dôrazom na právny úkon *squeeze-out* a fúzie. [Zborník z 2. medzinárodnej vedeckej konferencie.] Bratislava: Centrum ďalšieho vzdelávania Ekonomickej univerzity v Bratislave. CD ROM. ISBN 978-80-225-2561-9.
- DAMODARAN, A. (1997): Corporate Finance – Theory and Practise. New York: John Wiley & Sons, Inc. ISBN 0-471-07680-5.

- DAMODARAN, A. (2006): *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. 2nd Edition. New York: Wiley Finance. ISBN 978-0-471-75121-2.
- DAMODARAN, A. (2008a): *Datasets: Levered and Unlevered Betas by Industry*. Dostupné na internete: <<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>>.
- DAMODARAN, A. (2008b): *Datasets: Risk Premiums for Other Markets*. Dostupné na internete: <<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>>.
- EUROPEAN COMMISSION (1999): *Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan*. COM(1999) 232 final. <http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/actionplan/index/action_en.pdf>.
- EUROPEAN COMMISSION (2005a): *Advisory Group on Corporate Governance and Company Law: Minutes of the Meeting of 2 June 2005*. MARKT/F2/MFS/LZ D(2005) ADG CG& CL 05/12_minutes_final. Brussels.
- EUROPEAN COMMISSION (2005b): *Advisory Group on Corporate Governance and Company Law: Minutes of the Meeting of 3 October 2005*. MARKT/F2/MFS/LZ D(2005) ADG CG& CL 05/24_minutes_final. Brussels.
- EUROPEAN COMMISSION (2005c): *Advisory Group on Corporate Governance and Company Law: Minutes of the Meeting of 29 November 2005*. MARKT/F2/MFS/LZ D(2005) ADG CG& CL 05/36_minutes. Brussels.
- EUROPEAN COMMISSION (2006): *Advisory Group on Corporate Governance and Company Law: Minutes of the Meeting of 27 January 2006*. MARKT/F2/LZ/MFS D(2005) ADG CG& CL 06/04_minutes. Brussels.
- KAČÚR, M. (2009): *Vykupovanie akcií od menšinových akcionárov*. Dostupné na internete: <<http://hnonline.sk/c1-36562710-vykupovanie-akcii-od-mensinovyh-akcionarov>>. Cit. 31. 3. 2009.
- KISLINGEROVÁ, E. (2006): *Squeeze out versus Metoda DFC*. In: *Manažment hodnoty podniku 2006*. Bratislava: Slovenská asociácia ekonomických znalcov. 6 s. ISBN 80-969332-6-4.
- KUKLIS, R. (2007): *Squeeze-out alebo nútený výkup menšinových akcionárov od 1. januára 2007*. *Finančník o slovenskej a svetovej ekonomike*. Dostupné na internete: <www.financnik.sk/financie.php?did=349&article>. Cit. 5. 10. 2008.
- LINTNER, J. (1965): *The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets*. *Review of Economics and Statistics*, 47, č. 1, s. 13 – 37.
- MAJDÚCHOVÁ, H. (2008): *Podnikateľský zámer ako jeden z východiskových parametrov stanovenia všeobecnej hodnoty podniku podnikateľskou metódou*. In: *Stanovenie všeobecnej hodnoty akcií v podmienkach nových legislatívnych úprav s dôrazom na právny úkon squeeze-out a fúzie*. [Vedecký zborník prednášok z odborných školení znalcov.] Žilina: Žilinská univerzita, s. 45 – 55. ISBN 978-80-8070-897-9.
- MAŘÍK, M. (2007): *Několik poznámek k diskusím o squeeze outu. Odhadce a oceňování majetku*, 13, č. 2, s. 15 – 22.
- MAŘÍK, M. (2008): *Squeeze-out a standardy hodnoty*. In: *Stanovenie všeobecnej hodnoty akcií v podmienkach nových legislatívnych úprav s dôrazom na právny úkon squeeze-out a fúzie*. [Zborník z 2. medzinárodnej vedeckej konferencie.] Bratislava: Centrum ďalšieho vzdelávania Ekonomickej univerzity v Bratislave. CD ROM. ISBN 978-80-225-2561-9.
- MAŘÍKOVÁ, P. – MAŘÍK, M. (2007): *Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku*. Praha: Vysoká škola ekonomická v Praze. ISBN 978-80-245-1242-6.
- MARKOWITZ, H. M. (1971): *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*. New York: Yale University Press. ISBN 0-30-001372-8.
- MORAVA, T. (2006): *Vytěsnění minoritních akcionářů*. [Doktorská disertační práce.] Praha: Vysoká škola ekonomická v Praze, Fakulta podnikovohospodářská.
- POKORNÁ, J. (2004): *Squeeze-out: ochrana menšinových akcionářů nebo efektivita činnosti akciové společnosti?* *Právní fórum*, č. 6, s. 237 – 239.
- SHARPE, W. F. (1964): *Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk*. *Journal of Finance*, 19, č. 3, s. 425 – 442.

- ŠTEFKO, R. (2002): Dominantné ekonomické súvislosti vstupu Slovenskej republiky do Európskej únie. In: Slovensko v zrkadle Európskej únie. Prešov: Vydavateľstvo Michala Vaška, s. 42 – 47. ISBN 80-7165 -842-X.
- TREYNOR, J. (1964): Toward a Theory of the Market Value of Risky Assets. [Nepublikované.]
- Úradný vestník Európskej únie L142/12: Smernica Európskeho parlamentu a Rady Európskej únie 2004/25/ES z 21. apríla 2004 o ponukách na prevzatie, 17/zv.2.
- Vyhláška Ministerstva spravodlivosti Slovenskej republiky č. 626/2007 Z. z., ktorou sa mení a dopĺňa vyhláška Ministerstva spravodlivosti Slovenskej republiky č. 492/2004 Z. z. o stanovení všeobecnej hodnoty majetku. Dostupné na: <<http://www.zbierka.sk/zz/predpisy/default.aspx?PredpisID=207956&FileName=zz07-00626-0207956&Rocnik=2007>>
- WESTON, J. F. – CHUNG, K. S. – HONG, S. E. (1990): Mergers, Restructuring and Corporate Control. New Jersey: Prentice-Hall. ISBN 0-13-577172-2.
- WOLLNY, CH. (2008): Der objektivierte Unternehmenswert. Berlin: Neue Wirtschafts-Briefe. ISBN 978-3-482-54981-6.
- Zákon č. 513/1991 Zb. Obchodný zákonník v znení neskorších predpisov.
- Zákon č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch a investičných službách a o zmene a doplnení niektorých zákonov (zákon o cenných papieroch) v znení neskorších predpisov.
- Zákon č. 483/2001 Z. z. o bankách a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov.
- Zákon č. 431/2002 Z. z. o účtovníctve v znení neskorších predpisov.
- Zákon č. 747/2004 Z. z. o dohľade nad finančným trhom a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov.