

Me z i t í m n í

U S N E S E N Í

Městský soud v Praze rozhodl samosoudcem JUDr. Kateřinou Doležalovou v právní věci navrhovatelů **a) Jaroslav L.**, nar. xxx, xxx, zast.: JUDr. Petrem Zimou, advokátem, se sídlem Slezská 13, 120 00 Praha 2, **b) Ing. Tomáš M.**, xxx, xxx, zast.: JUDr. Petrem Zimou, advokátem, se sídlem Slezská 13, 120 00 Praha 2, **c) Ing. Tomáš H.**, nar. xxx, xxx, zast.: JUDr. Petrem Zimou, advokátem, se sídlem Slezská 13, 120 00 Praha 2, **d) DAY s.r.o.**, IČ 25741098, Jateční 13, 170 00 Praha 7, zast.: JUDr. Petrem Zimou, advokátem, se sídlem Slezská 13, 120 00 Praha 2, **e) Ing. Karel R.**, nar. xxx, xxx, zast.: JUDr. Petrem Zimou, advokátem, se sídlem Slezská 13, 120 00 Praha 2, **f) Miroslav N.**, nar. xxx, xxx, zast.: JUDr. Petrem Zimou, advokátem, se sídlem Slezská 13, 120 00 Praha 2, **g) Ing. Leoš N.**, nar. xxx, xxx, zast.: JUDr. Petrem Zimou, advokátem, se sídlem Slezská 13, 120 00 Praha 2, **h) Ovidius CZ, s.r.o.**, IČ 27125157, Mařákova 303/11, 160 00 Praha 6, zast.: JUDr. Petrem Zimou, advokátem, se sídlem Slezská 13, 120 00 Praha 2, **i) Michael D.**, nar. xxx, xxx, zast.: JUDr. Janem Zreckem, advokátem, se sídlem Antala Staška 1565/30, 140 00 Praha 4, **j) Lukáš U.**, nar. xxx, xxx, zast.: JUDr. Petrem Zimou, advokátem, se sídlem Slezská 13, 120 00 Praha 2, **k) Alena H.**, nar. xxx, xxx, zast.: JUDr. Petrem Zimou, advokátem, se sídlem Slezská 13, 120 00 Praha 2, **l) Jana H.**, nar. xxx, xxx, zast.: JUDr. Petrem Zimou, advokátem, se sídlem Slezská 13, 120 00 Praha 2, **m) Pavel S.**, nar. xxx, xxx, zast.: JUDr. Petrem Zimou, advokátem, se sídlem Slezská 13, 120 00 Praha 2, **n) OSDA - ČR - SSŽ**, IČ 75062801, Nádražní 532/157, 702 00 Ostrava, **proti dalším účastníkům: 1) EUROVIA CS, a.s.**, IČ 45274924, Národní 10, 113 19 Praha 1, zast.: JUDr. Janem Oškrdalem, advokátem, se sídlem Štefánikova 65, 150 00 Praha 5, **2) Eurovia S.A.S.**, 18, Place de l'Europe, 92565 Rueil-Malmaison Cedex, Francie, zast.: Mgr. Milan Polák, advokátem, se sídlem Na Florenci 2116/15, 110 00 Praha 1, Nové Město, **o přezkoumání přiměřenosti plnění za akcie, mezitímním rozhodnutím**

t a k t o :

- I.** Určuje se, že výše plnění v částce 4 100,- Kč za jednu kmenovou akcii na majitele o jmenovité hodnotě 1 000,- Kč vydanou dalším účastníkem č.1) jako zaknihovaný cenný papír, ISIN CZ 0005022854 z důvodu přechodu vlastnického práva ke všem akciím ve vlastnictví ostatních akcionářů na hlavního akcionáře, tj. dalšího účastníka č.2) dle ust. § 183i a násl. obch. zák., v souvislosti s rozhodnutím valné hromady ze dne 8.8.2005, je nepřiměřená.
- II.** Určuje se, že přiměřené protiplnění za jednu kmenovou akcii na majitele o jmenovité hodnotě 1 000,- Kč vydanou dalším účastníkem č.1) jako zaknihovaný cenný papír, ISIN CS 0005022854 při realizaci práva přechodu všech ostatních účastnických papírů na dalšího účastníka č.2) jako hlavního akcionáře v souvislosti s rozhodnutím valné hromady ze dne 8.8.2005, činí částku 9 361,- Kč.
- III.** O nákladech řízení bude rozhodnuto v konečném rozhodnutí.

O d ů v o d n ě n í :

Navrhovatelé a)-n) jako vlastníci účastnických cenných papírů společnosti EUROVIA CS a.s. / dříve Stavby silnic a železnic a.s.- dále jen SSŽ / navrhli přezkoumání přiměřenosti protiplnění poskytnutého hlavním akcionářem EUROVIA S.A.S. ostatním akcionářům dle ust. § 183i a násl. obch.zák. a vyplacení rozdílu protiplnění, pokud bude shledáno nepřiměřeným. Uvedli, že hlavní akcionář požádal o svolání mimořádné valné hromady, která rozhodla dne 8.8.2005 o přechodu všech akcií na hlavního akcionáře za protiplnění ve výši 4 100,- Kč, které navrhovatelé považují za nepřiměřené. Přiměřené protiplnění dle znaleckého posouzení má být stanoveno ve výši 13 429,- Kč.

Další účastníci č.1) společnost a č.2) hlavní akcionář k návrhu uvedli, že protiplnění poskytnuté akcionářům na základě rozhodnutí valné hromady účastníka l/ konané dne 8.8.2005 nebylo nepřiměřené. Mají za to, že při přezkumu přiměřenosti protiplnění je třeba zohlednit zejména tržní cenu akcie SSŽ a další relevantní mimoznalecké důkazy ve vzájemné souvislosti. V řízení pak nebyla s určitostí prokázána nepřiměřenost protiplnění poskytnutého za akcie SSŽ. Přihlédnout je třeba i k tomu, že většina navrhovatelů minoritní akcie v SSŽ nabyli až krátce před schválením vytěsnění nebo dokonce až po schválení valnou hromadou. Pokud kupující znali výši protiplnění, které bude za akcie poskytnuto, a že akcie nejsou perspektivní investicí, mohlo by se jednat o spekulaci na dosažení zisku v rámci soudního přezkumu, tudíž zjevného zneužití práva, které nepožívá právní ochrany.

S ohledem na ust. § 775 zákona č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích, soud posuzoval danou věc podle zák. č. 513/91 Sb., obchodní zákoník / obch.zák./ Právo výkupu účastnických cenných papírů je upraveno v ust. § 183i odst. 1 a násl. obch.zák. s tím, že osoba, která vlastní ve společnosti účastnické cenné papíry, jejichž souhrnná jmenovitá hodnota činí alespoň 90% základního kapitálu nebo s nimiž je spojen alespoň 90% podíl na hlasovacích právech společnosti (hlavní akcionář) je oprávněn požadovat, aby představenstvo svolalo valnou hromadu, která rozhodne o přechodu všech ostatních účastnických cenných papírů společnosti na její osobu.

Dle ust. § 183k odst. 1 vlastníci účastnických cenných papírů mohou od okamžiku obdržení pozvánky na valnou hromadu, popř. od okamžiku oznámení jejího konání požádat soud o přezkoumání přiměřenosti protiplnění, není-li toto právo využito do měsíce ode dne zveřejnění zápisu usnesení valné hromady podle § 183l do obchodního rejstříku, zaniká. Dle ust. § 183m odst. 1 oprávněné osoby mají právo na protiplnění v penězích, jehož výši určí hlavní akcionář, který doloží přiměřenost protiplnění znaleckým posudkem, vyžaduje-li se, který nesmí být starší než 3 měsíce ke dni doručení žádosti podle § 183i odst. 1.

Dle ust. § 152 odst. 2 o.s.ř. rozsudkem má být rozhodnuto o celé projednávané věci. Jestliže je to účelné, může soud rozhodnout nejdříve jen o její části nebo jen o jejím základu. Mezitímním rozsudkem soud rozhoduje o základu věci tj. posouzení všech otázek, které vyplývají z uplatněného nároku, s výjimkou okolností, které se týkají jen výše nároku. Účastníci se k tomuto postupu mohou vyjádřit. O náhradě nákladů řízení se nerozhoduje, neboť řízení se dle § 151 odst. 1 o.s.ř. nekončí.

Jelikož z ust. § 83 odst. 2 písm.d) o.s.ř. vyplývá, že zahájení řízení proti hlavnímu akcionáři ve věcech přezkoumání protiplnění ve věci výkupu účastnických cenných papírů brání tomu, aby proti němu probíhalo u soudu řízení o návrzích jiných akcionářů téže společnosti domáhajícího se téhož přezkumu, proto soud spojil ke společnému

projednání návrhy dalších akcionářů ve věcech 49cm 206/2006 / OSDA – ČR – SSŽ/, 49cm 251/2006 / Tomáš M./ a 42cm 271/2006 / Tomáš H./ se sp.zn. 49cm 194/2006/ Jaroslav L. a spol./.

V řízení o přezkoumání výše protiplnění dle § 183k se jedná nejen o právech a povinnostech hlavního akcionáře, ale i společnosti, ve které došlo postupem dle § 183i a násl. k vytěsnění minoritních akcionářů. Navrhovatelé se mohou dle judikatury domáhat přezkoumání výše protiplnění jak návrhem na určení tak návrhem na plnění, výber je zcela na nich.

Soud po provedeném dokazování zjistil následující skutečnosti:

Z výpisu z obchodního rejstříku EUROVIA CS, a.s. vedeného zdejší soudem oddíl B, vložka 1561, že mimořádná valná hromada společnosti přijala dne 8.8.2005 usnesení, kterým

-konstatovala, že společnost EUROVIA S.A.S. Franc. rep. vlastní akcie, jejichž souhrnná jmenovitá hodnota činí 92,06% základního kapitálu společnosti SSŽ a.s., je tedy ve smyslu § 183i odst. 1 obch.zák., hlavním akcionářem SSŽ,

-rozhodla podle ust. § 183i obchod.zák. o přechodu všech ostatních účastnických cenných papírů společnosti, tj. akcií společnosti ISIN CZ 0005022854 ve vlastnictví ostatních akcionářů na hlavního akcionáře za protiplnění ve výši 4 100,- Kč za jednu akcii o jmenovité hodnotě 1 000,- Kč,

-určila, že hlavní akcionář poskytne všem menšinovým akcionářům protiplnění ve výši 4 100,- Kč, jehož přiměřenost byla v souladu se zákonem doložena znaleckým posudkem American Appraisal s.r.o.a

-určila lhůtu pro poskytnutí protiplnění.

Mimořádná valná hromada SSŽ dne 8.8.2005 rozhodla tedy o přechodu všech akcií na hlavního akcionáře, usnesení bylo zapsáno do obchodního rejstříku dne 10.8.2006, zápis uveřejněn dne 23.8.2006 v Obchod. věstníku / výpis z Obchodního věstníku č. 34/06 / dle § 183k, vlastnické právo přechází na hlavního akcionáře uplynutím měsíce od zveřejnění usnesení do obchodního rejstříku. Dle ust. § 183k odst. 1 obch.zák., spojené návrhy na přezkoumání přiměřenosti protiplnění byly podány dne 25.8.2006, 11.9.2006 a 22.9.2006, tj. v zákonné lhůtě 1 měsíce ode dne zveřejnění zápisu. Lhůta stanovená cit. ust. byla zachována a návrh je tedy včasný.

Aktivní legitimace navrhovatelů plyne ze skutečnosti, že byli vlastníky akcií SSŽ ke dni, kdy tyto akcie přešly na hlavního akcionáře dle ust. § 183i odst. 3 obch.zák., což vyplývá z výpisů z účtů majitelů cenných papírů, tedy že v rozhodné době byli akcionáři 1/ dalšího účastníka.

Ze znaleckého posudku American Appraisal s.r.o. ze dne 13.7.2005, jehož objednatelem byla Eurovia S.A.S, Francie vyplývá, že posudek byl zpracován pro posouzení přiměřenosti výše protiplnění určeného společností Eurovia S.A. pro minoritní akcionáře společnosti Stavby silnic a železnic, a.s. v procesu uplatnění práva výkupu účastnických cenných papírů podle ust. § 183i a násl.obchod. zák. Znalec dospěl k závěru, že ke dni 31.5.2005 je tržní hodnota jedné akcie reprezentována částkou 4 063,- Kč, tedy hodnota protiplnění určená

hlavním akcionářem v rámci výkupu účastnických cenných papírů ve výši 4 100, -Kč je přiměřená ve smyslu ust. § 183i a násl. obch.zák.

Ve věci bylo třeba odborného posouzení, soud proto stanovil znalcem BDO Appraisal services- Znalecký ústav s.r.o., / dále jen BDO/, který dne 10.12.2012 vypracoval znalecký posudek č. 10-12-2012/471 a stanovil hodnotu předmětu ocenění na základě dvou metod, přímého ocenění z dat kapitálového trhu a metody diskontovaných peněžních toků / DCF/ a v závěru uvádí, že stanovil hodnotu 1 veřejně neobchodovatelné kmenové akcie s nominální hodnotou 1 000,- Kč společnosti Stavby silnic a železnic, a.s. v intervalu 9 113,- Kč – 9 361,- Kč, přičemž vycházel ze středu intervalu, tedy hodnoty 9 237,- Kč. K metodě přímého ocenění z dat kapitálového trhu, která by dle znalce byla v podstatě ideálním východiskem pro závěr znaleckého posudku uvedl, že nelze bez dalšího takové ocenění zcela akceptovat. Rozvedl, že zobchodované množství v daný den ocenění odpovídá minoritním podílům. Znalec se snažil provést úpravy směřující k očištění vlivu minoritní srážky na zobchodovanou cenu. Úpravy však byly postavené na nedostatku dat tj. dat o srážkách za minoritu. Aby tato metoda mohla být zvolena jako hlavní, musela by být provedena detailnější analýza výše srážek za minoritu na daném konkrétním trhu- s ohledem na velikost českého kapitálového trhu a zejména jeho kvalitu k datu ocenění by znalec nedospěl s velkou pravděpodobností k relevantním závěrům. S ohledem na použité odborné zdroje lze vyslovit hypotézu o výši diskontu za minoritu na méně rozvinutém kapitálovém trhu (ČR) než na trzích, z nichž jimi užitá odborná zdroje závěry konstatovaly. Za základ stanovení hodnoty předmětu ocenění zvolil proto znalec ocenění výnosovou metodou diskontovaných peněžních toků, která nejlépe reflektuje současný i budoucí výnosový potenciál Společnosti. Znalec dále zodpověděl otázky navrhovatelů, dalších účastníků a vyjádřil se k obsahu stanovisek znaleckého ústavu American Appraisal k původnímu znaleckému posudku /viz kapit. 9, str. 120-141 znaleckého posudku/.

Při výsledku se znalec vyjádřil k diskontní sazbě, ziskové EBITDA marži, investicím do pracovního kapitálu a k metodologii provádění znaleckého výpočtu, odpovídal na dotazy účastníků týkající se stanovení diskontní míry, koeficientu beta s ohledem na dobrou konkurenční pozici, hospodářské a finanční situace společnosti, přírážky za nízkou kapitalizaci, finančního plánu, vysvětlil použití metody DCF a dat z kapitálového trhu. Navrhovatelé nezpochybnili závěry tohoto znaleckého posudku s tím, že mají na určité komponenty ocenění SSŽ odlišný názor, např. na aplikaci velikostní přírážky, považují posudek BDO za příliš konzervativní, nicméně závěry rámuje závěry dalších znaleckých posudků předložených navrhovateli / č.l. 473 a 547 spisu./.

BDO pak ve svém obsáhlých písemných vyjádření ze dne 27.10.2014 a 2.2.2015 odůvodnil, proč výhrady Eurovie resp. EY nejsou opodstatněné. BDO použili dvě metody: DCF a metodu přímého ocenění z dat kapitálového trhu, kterou vyhodnotili jako nespolehlivou. BDO stejně jako všichni ostatní znalci zdůvodnili, proč z kurzu akcií SSŽ nelze usuzovat o přiměřenosti protiplnění.

Eurovia SAS/ další účastník 2/ předložila revizní znalecký posudek společnosti Ernst&Young Valuation s.r.o. / dále jen EY/ č. 18/28306792 ze dne 29.4.2013 ke znaleckému posudku BDO a znalecký posudek č. 19/28306792/13 ze dne 1.8.2013 o stanovení výše přiměřeného protiplnění, ve kterém dospěla k výši protiplnění v intervalu 3 977,- Kč – 4 572,- Kč. Znalkyně se vyjadřovala při výsledku dne 11.3.2015 k postupu a svým závěrům s poukazem na odhad chování trhu, sestavení reálného finančního plánu, použití více oceňovacích metod, základní metodě DCF, ověření výsledků DCF metodou tržního srovnání /

tržních násobků/ s poukazem na ocenění akcie v roce 2001 ve výši 708 Kč / povinná nabídka převzetí/. Uvedla, že u metody tržních násobků měli dostatek dat, nezaměřili se na český kapitálový trh, který jak je známo je velmi málo likvidní, nemusel by být cenotvorný, a tudíž využili data pokrývající světovou ekonomiku.

Při ústním jednání dne 15.4.2015 však znalkyně nepřesvědčivě obhajovala své závěry k dotazům účastníků, které nedokázala srozumitelně vysvětlit, kritizovala položené dotazy, že nedávají smysl, odpovídala jednoslovně, nejasně, neurčitě se vyjadřovala k použité odborné literatuře, způsobům výpočtu, použitým postupům /č.l. 597,686 spisu/.

Dne 6.4.2016 je datován znalecký posudek EY č. 9/28306792/16 o zodpovězení otázek týkajících se akcí SSŽ o přezkoumání výše přiměřeného protiplnění s závěry, že ocenění BDO A EG uvažující prémie 197% resp. 332% nad průměrnou cenu je nepřiměřeně vysoké a nezdůvodnitelné, neboť akcie SSŽ patřily mezi první třetinu nejlikvidnějších titulů na Burze CP, průměrná výše prémie nad cenou v 443 nabídkách převzetí v období 2001- 2005 činila pouze 25%, v případě srovnatelných společností v uvedeném období odpovídal poměr nabídkové ceny k jejich průměrné ceně dle Střediska cenných papírů rámcově údajům za celý trh.

Navrhovatelé dále předložili znalecký posudek č. 35/133-2015 ze dne 8.6.2015 Expert Group s.r.o., ve kterém použili metodu DCF, kontrolní ocenění tržním porovnáním a dospěli k částce 13 429,- Kč jako hodnoty přiměřeného protiplnění. Navrhovatelé považují tento znalecký posudek za nejpropracovanější a přesvědčivý, na základě něho žádají, aby výše protiplnění byla stanovena v částce 13 429,- Kč. Znalec dále přezkoumal znalecké posudky TPA Horwath a P.Legát, ve kterých shledal řadu vad, nesprávných postupů a závěrů. Znalec Expert Group s.r.o. se ve svém vyjádření 3.9.2015 zaujímá stanovisko k vymezeným tvrzením společnosti Eurovia S.A. v jejím podání z 10.8.2015, které reaguje na znalecký posudek č. 35/133-2015 s tím, že všechna tvrzení Eurovii obsahují podstatné nesprávnosti a znalec nenašel žádné vady v jeho posudku, zcela trvá na jeho obsahu a závěrech. Rovněž v jeho vyjádření z 18.1.2016 ke komentáři zpracovaném 22.9.2015 společností EY Valuations s.r.o. a vyjádření TPA Horwath z 17.9.2015 potvrzuje správnost znaleckého posudku EG, jeho závěrů a zejm. výše hodnoty přiměřeného protiplnění. Konečně ve svém vyjádření z 19.5.2016 dospěl k závěru, že protiplnění za akcie SSŽ ve výši 4 100,- Kč nelze odvodit od jejich kurzu na Burze cenných papírů Praha ani za použití studie ČNB o premiích placených v nabídkách převzetí, kterou prezentovalo EY, neboť vytěsnění činí většinový akcionář dobrovolně a menšinový pozbývá akcie nedobrovolně, zatímco povinná nabídka převzetí je nedobrovolná pro většinového akcionáře, ale menšinový v ní prodávat nemusí. Ve studii ČNB o nabídkách převzetí je řada nabídek převzetí s poměrem nabídkové ceny ke kurzu akcií vyšším než 2,8 / někdy i 5/ To implikuje přípustné protiplnění za akcii SSŽ na úrovni více než 11 480 Kč / vyloučeno by nebylo i protiplnění ve výši 20 500,- Kč./

Dle soudu však znalec nebyl ve všech směrech přesvědčivý a dostatečně nevysvětlil důvodnost nestandardně použitých postupů a metod, na které nepanuje mezi znalci jednoznačný názor, znalec při výsledku/ čl. 869, 1030 spisu/ zejm. k dotazům účastníků ne zcela nepřesvědčivě zodpověděl jejich otázky a řádně nevyjasnil např. srovnání dopravní infrastruktury České republiky a Dánska, nepoužití velikostní přírážky, přestože je to otázka diskutovaná a přírážka byla použita dalšími znalci v řízení, předpoklady jeho výpočtu, a to že účastník 1/ zanikne sloučením a následně se zadluží, zapojení účastníka 1/ do nadnárodního koncernu VINCI a hodnocení jeho postavení z hlediska akcionářů,

subjektivním hodnocením postavení minoritních akcionářů, jejich obavy a vliv hlavního akcionáře ve společnosti. K těmto závěrům dospěl i TPA Horwath ve vyjádření z 30.3.2016.

Dalším navrhovatelem předloženým posudkům - Ing. Smrčka č. 021-11/2006 ze dne 4.9.2006 včetně doplnění znalecké doložky z 6.1.2015, který stanovil výši přiměřeného protiplnění v částce 8 996,- Kč, posudek č. 19/13/2010 ze dne 12.10.2010 včetně dodatku z 4.9.2014 ing. Valentové- Worschové se závěrem ve výši 19 941,- Kč, lze vytknout nedostatky týkající se dostatečnosti množství dat, úplnosti podkladů a věrohodnosti přijatých závěrů, kdy soud se v tomto případě ztotožnil se stanoviskem účastníka 2/ v první části vyjádření ze dne 23.6.2015.

Společnost Znalex s.r.o. vypracovala znalecký posudek č. 626/61/2014 z 18.11.2014 jako revizní k EY se závěrem, že EY přistoupila k posudku jako poradce nikoliv jako znalec, mnoho informací tvrdí, místo aby dokazovala. Přebírá a nekontroluje informace od závislého zdroje /management SSŽ/, tudíž vinou těchto zásadních pochybení je posudek EY nepřezkoumatelný a jednostranně závislý na informacích jedné strany sporu. Znalec dochází k závěru, že výtky EY, co se týká diskontní sazby, EBITDA marže, tržeb společnosti SSŽ, odpisů a investic do dlouhodobého majetku, investic do pracovního kapitálu atd... k posudku BDO jsou neopodstatněné. Ve znaleckém posudku č. 638/02/2015 ze dne 10.2.2015 ke stanovení výše protiplnění dospívá k částce 9 576,-Kč, jde o korekci ceny akcie SSŽ oproti ceně v posudku BDO o 339,- Kč. Ve znaleckém posudku Znalex s.s.r. č. 660/24/2015 z 21.5.2015 byl učiněn závěr, že v rámci procesu squeeze- outu má být stanovena spravedlivá hodnota, která zohledňuje prvek nedobrovolnosti. Z likvidní akcie se dá usuzovat na cenu tržní a potažmo na tržní hodnotu. Ale není zde rovnítka mezi tržní hodnotou a spravedlivou hodnotou. Vztah mezi tržní hodnotou dostatečně likvidní akcie a přiměřeným protiplněním pro vytěsněné minoritní akcionáře nemůže být ekvivalentní. Ekvivalentnímu vztahu brání nedobrovolnost, kdy akcie jsou minoritním akcionářům odebrány proti jejich vůli. A tato nedobrovolnost není zohledněna v institutu tržní hodnoty. Proto nelze bez dalšího v rámci squeeze- outu použít burzovní cenu akcií. Tyto posudky předložili navrhovatelé.

Navrhovatel Tomáš M. ve svém posouzení stanovuje přiměřenost protiplnění zjištěné metodou DCF entity ve výši 9 598,- Kč / sp.zn. 49cm 251/2006/

Ve znaleckém posudku předloženým dalším účastníkem 2) č. 122-002/2015 ze dne 11.2.2015 Doc.Ing. Pavel Legát, CSc., posuzuje a zhodnocuje relevantní postupy použité v souvislosti s volbou vybraných parametrů ocenění v souvislosti v výnosovém ocenění akcií pro účely stanovení přiměřeného protiplnění při přechodu účastnických cenných papírů na hlavního akcionáře ke dni ocenění 31.5.2005.

Ve znaleckém posudku č. 1/752/2015 z 11.2.2015 TPA Horwath Valuation services s.r.o. / dále jen TPA Horwath/ se vyjadřuje k diskontní sazbě, ziskové marži, investicím za účelem provedení sguzeze-out(u) ve smyslu ust. § 183i a násl. obč.zák. k datu ocenění 31.5.2005 a dopadu zjištěných parametrů na hodnotu akcie odhadnutou ve znaleckém posudku EY. Ve svém vyjádření z 30.3.2016, ve kterém se zaměřuje na revizi odhadu míry růstu dopravní infrastruktury ve ZP Expert Group s.r.o. / EG/ dochází k závěrům, že EG použili pro odhad míry růstu dopravní infrastruktury srovnání ČR a Dánska, které jsou z geografického hlediska nesrovnatelné, přesvědčivě nezdůvodnili závislost mezi HDP a mírou růstu dopravní infrastruktury, vypočetli a použili regresní funkci s téměř nulovou vypovídací schopností a nepodařilo se jim jednoznačně vysvětlit postup svého výpočtu. Tudíž odhad míry růstu dopravní infrastruktury je nesprávný a vede k odhadu tržeb, které jsou nejdůležitějším prvkem

ocenění a mají významný vliv na výši přiměřeného protiplnění. Z vyjádření ze dne 22.2.2015 vyplývá zadání a to zajištění znaleckých posudků posuzovaných Komisí, posouzení přírážky za velikost společnosti, za nižší likviditu, výše nákladů za vlastní kapitál a výše průměrných vážených nákladů na kapitál se závěrem, že Komise schvalovala v letech 2005-2006 při vytěsnění a při povinných nabídkách převzetí na základě znaleckých posudků, ve kterých byly použity přírážky za velikost společnosti a přírážky za likviditu, ve většině případů byly náklady na vlastní kapitál vyšší než 7% a průměrné vážené náklady na kapitál vyšší než 6,5% p.a. Posudky a vyjádření předložil další účastník 2).

Soud nehodnotil provedené znalecké posudky o posouzení přiměřeného protiplnění pro akcionáře MORAVIA CANS, a.s. z března 2007 č. 1/16042757/07, Bohemia Sekt, Českomoravská vinařská a.s. z července 2005 č. 19/12424857/05, Wienerberger Cihlářský průmysl, a.s. z července 2005 č. 16/1106225/05 a Živnostenská banka a.s. z 22.7.2005 č. 21/12424877/05, neboť se týkají jiných společností, jiných postupů, metod a závěrů a jejich srovnání a vyhodnocení pro toto řízení by mohl provést jen znalec.

Z dopisu ing. Karla R. ze dne 6.9.2005 vyplývá, že jde o protinávrh k bodu 2. valné hromady svolané 30.9.2005 s tím, že považuje znalecký posudek American Appraisal za nepřezkoumatelný a má zato, že je nutné vycházet z nezávislých dat zjištěných v ČR a to finanční analýzy průmyslu a stavebnictví za 1. čtvrtletí 2006 zpracované Ministerstvem průmyslu a obchodu. Korekcí vstupní hodnoty nákladů vlastního kapitálu při výpočtu diskontovaných peněžních toků vychází pak hodnota jedné akcie 5 087,- Kč.

Z čestného prohlášení Tomáše H. ze dne 3.9.2015 vyplývá, že doklad z 9.8.2005 založený ve spise je dokladem o převodu 10 ks akcií SSŽ na jeho manželku Alenu H.. Převáděná částka uváděná 5 000,- Kč není tržní cenou, která by byla vyjednávana, ale jde o převod mezi příbuznými.

Z finanční analýzy průmyslu a stavebnictví za 1.čtvrtletí 2005 Ministerstva průmyslu a obchodu vyplývají údaje týkající se podrobnějšího pohledu na finanční výsledky průmyslových a stavebních podniků, navazuje na hodnocení finanční situace průmyslu a stavebnictví obsažené v Analýze vývoje ekonomiky ČR a odvětní v působnosti MPO za 1. čtvrtletí 2005. Finanční analýza soustřeďuje hlavní pozornost na meziroční vývoj ekonomické přidané hodnoty a hodnocení vlivu jednotlivých faktorů, které tento vývoj ovlivnily. Finanční analýza průmyslu obsahuje 2308 podniků, které reprezentovaly 98% celkových výnosů a téměř 100% účetní přidané hodnoty větších průmyslových organizací. Ve stavebnictví šlo o 276 podniků s téměř 99% podílem na celkových výnosech a cca 103% na účetní přidané hodnotě větších stavebních organizací. Obsahuje základní vývojové trendy v průmyslu a stavebnictví a přílohou část / metodická část, tabulky, schemata, grafy/.

Z dokumentu Komise pro cenné papíry/ dále Komise/ nazvaného Znalecké posudky pro účely povinných nabídek převzetí a veřejných návrhů smluv o koupi účastnických cenných papírů (ZNAL), který byl zpracován Komisí na základě dosavadních zkušeností se schvalováním povinných nabídek převzetí a veřejných návrhů smluv o koupi akcií, vyplývá definice účelu a povahy materiálu, jeho působnost, úprava zásad aplikovaných při zpracování znaleckého posudku, definice a pojmy, literatura a odkazy, v příloze pak obsahové náležitosti znaleckého posudku a nedostatky znaleckých posudků.

Z rozhodnutí o rozkladu Komise ze dne 4.12.2002 vyplývá, že rozklad se zamítá a rozhodnutí Komise č.j. 45N/534/2001/1 ze dne 3.5.2002 se podle ust. § 59 odst. 2 správního

řádu potvrzuje. Rozhodnutí se týkalo rozkladu podaného účastníkem řízení společností Stavby silnic a železnic, a.s., kdy účastník podal ke Komisi návrh na zahájení řízení o udělení souhlasu Komise s obsahem veřejného návrhu smlouvy vyhlášeného dle ust. § 186a odst.1 obch.zák. Komise žádost účastníka řízení zamítla a veřejný návrh zakázala pro rozpor s právními předpisy. Důvodem rozhodnutí byly nedostatky ve znaleckém posudku American Appriasal s.r.o., konkrétně pochybení pro aplikaci metody diskontovaného cash- flow.

Lze souhlasit s vyjádřením účastníka 1/, jak vyplývá z provedených znaleckých posudků a výsledku zástupců znalců, v oblasti oceňování podniků lze dospět k závěru, že existuje řada metod, z nichž každá má své úskalí a v řadě otázek neexistuje standardizovaný postup ani jednotně přijímaný názor na nejvhodnější postup. Společně použitým metodám je to, že se v nich uplatňuje celá řada proměnných. Za této situace se může jevit věcné posouzení správnosti znaleckých posudků mimořádně obtížné, výsledky znaleckých posudků se přitom často liší v mimořádné míře, často v řádu stovek procent. Dle názoru dalšího účastníka 1/ nepřiměřenost musí být s určitostí prokázána a tak mimo rozporné znalecké posudky je třeba přihlédnout k dalším důkazům. Těmi jsou nákupy akcií navrhovateli od května 2005 dokonce po rozhodnutí valné hromady o vytěsnění...tedy je zjevné, že většina navrhovatelů nabyla akcie SSŽ s úmyslem zneužít právní úpravy pro svoji spekulaci na dosažení zisku v rámci soudního přezkumu. S tímto názorem se soud neztotožnil, neboť ze spisu nevyplývají okolnosti, které by tento závěr odůvodňovaly, a to i vzhledem k ochraně, kterou zákon minoritním akcionářům poskytuje, bez rozdílu, kdy a v jakém rozsahu se stanou akcionáři společnosti. Navrhovatelé mají právo domáhat se přezkumu přiměřenosti plnění, neboť akcie nabyli dříve, než došlo k přechodu vlastnického práva k těmto akciím na hlavního akcionáře.

Soud nesouhlasí se stanoviskem účastníka 2/, který obsáhle polemizuje se skutečnostmi, jejichž opak byl již dávno prokázán, vyvrací svá předchozí tvrzení a to, že akcie SSŽ byla na burze velmi likvidním titulem, že při přezkumu přiměřenosti protiplnění za akcie SSŽ musí být přihlíženo k tržní ceně akcií, že je třeba vycházet z nabídky převzetí v roce 2001 s protiplněním 740,- Kč za akcii, že většina navrhovatelů akcie nakoupila až těsně před nebo po schválení vytěsnění, tedy při znalosti protiplnění, které považuje ve výši 4 100,- Kč za akcii za přiměřené. Lze např. poukázat na účastníkem 2/ předložený znalecký posudek EY z 6.4.2016, který popírá závěry posudku EY z 1.8.2013 v otázce burzovní ceny jako východiska, rovněž i v jiných posudcích z roku 2005 se hovoří o problematice likviditě českého akciového trhu a tím činí znalecké posudky EY nevěrohodnými. Tento závěr lze dovodit i ze znaleckého posudku Znalex s.r.o. č. 626/61/2014. Není věrohodný ani poukaz na protinávrh jednoho akcionáře K.R. na výši protiplnění v částce 5 082,- Kč či směrodatný převod mezi příbuznými a to akcií na A.H., kdy v prvním případě nešlo o stanovisko odborníka/ znalce/ a v druhém případě šlo o převod mezi osobami blízkými.

V řízení bylo prokázáno, že otázkou použití kurzu se zabývali znalci BDO, EY, EG, Znalex, AA, k nepoužitelnosti kurzu se vyjádřila Komise pro CP a shodně dospěli k závěru, že pro stanovení přiměřeného protiplnění je nepoužitelný, stejně jako, že akcie nebyly likvidní, všichni znalci kurz zkoumali a logickým a přesvědčivým odůvodněním jej odmítli použít pro stanovení přiměřeného protiplnění. Argumentace povinnými nabídkami převzetí je nepoužitelná, jedná se o odlišnou právní úpravu, kdy povinná nabídka převzetí je nedobrovolná pro většinového akcionáře, menšinový v ní prodávat nemusí a základním kritériem pro stanovení přiměřenosti ceny je vážený průměr z cen obchodů učiněných v předcházejících 6 měsících, přičemž hlavním indikátorem je jejich tržní hodnota.

Soud nehodnotil důkazy zejm. odborné články a dokumenty, což mu nepřísluší a dále listiny týkající se povinné nabídky převzetí a tržní ceny akcie, které nejsou ve věci relevantní. V dané věci je podstatné posouzení konkrétního případu výše přiměřenosti protiplnění poskytnutého hlavním akcionářem akcionářům minoritním popř. vyplacení rozdílu plnění při přechodu všech akcií na hlavního akcionáře a argumentace povinnými nabídkami převzetí je nepoužitelná pro odlišnou právní úpravu. Dle ust. § 127 a o.s.ř. má znalecký posudek předložený účastníkem řízení s požadovanými náležitostmi stejnou váhu jako znalecký posudek vyžádaný soudem. V daném řízení účastníci předložili celou řadu znaleckých/revizních/posudků a odborných vyjádření, které v závěrech jednoznačně podporovaly právě jejich skutková tvrzení a zpochybňovaly znalecké závěry protistrany, tudíž lze pochybovat, že dalším předkládáním důkazů v tomto směru by bylo možno dojít k jednoznačnému závěru o přiměřené výši poskytnutého protiplnění na základě správného znaleckého posudku.

Soud tudíž vycházel ze znaleckého posudku znalce BDO Appraisal services-znalecký ústav s.r.o., když dospěl k závěru, že posudek byl zpracován znalcem, který je nezávislý, dostatečně renomovaný s mezinárodní působností, když byly použity standardní postupy a metody, posudek byl vypracován v souladu se zákonem, obsahuje všechny povinné náležitosti, zástupce znaleckého ústavu zodpověděl položené otázky a dospěl k logickému závěru. Soud neposuzoval věcnou správnost znaleckých závěrů, neboť tyto závisí na odborných znalostech, které soud nemá a pro které právě znalecký ústav ustanovil.

Danou právní úpravou v ust. § 183i a násl. obch.zák. je vlastník účastnických cenných papírů zbaven možnosti volby, zda a kdy své cenné papíry převede na hlavního akcionáře. Soud proto vyšel z principu ochrany menšinových akcionářů a stanovil výši přiměřeného plnění na horní mezi, která byla zjištěna znaleckým posudkem BDO, neboť není vhodný aritmetický průměr. **Soud proto rozhodl, že přiměřené protiplnění za 1 kmenovou akcii na majitele o jmenovité hodnotě 1 000,-Kč je 9 361,- Kč.**

Soud rozhodl ve smyslu § 152 o.s.ř. **mezitímým rozsudkem**, kdy poté, co bude pravomocným rozhodnutím postavena najisto výše přiměřeného protiplnění, bude rozhodnuto o tom, zda navrhovatelům náleží doplacení rozdílu plnění hlavním akcionářem.

Dle ust. § 183k odst. 3 obch.zák. soudní rozhodnutí, kterým bylo přiznáno právo na jinou výši protiplnění, je pro hlavního akcionáře a pro společnost závazné co do základu přiznaného práva i vůči ostatním vlastníkům účastnických cenných papírů,

P o u č e n í: Proti tomuto rozhodnutí l z e podat odvolání k Vrchnímu soudu v Praze prostřednictvím soudu zdejšího do 15 dnů ode dne doručení.

V Praze dne 1. června 2016

JUDr. Kateřina Doležalová v. r.
samosoudce

Za správnost: Jitka Stoklasová