

U S N E S E N Í

Krajský soud v Brně rozhodl samosoudkyní JUDr. Hanou Klimešovou v právní věci navrhovatel§
a) R. M., nar. XXXXX, XXXXX, **b) KOR BUSINESS LTD.**, sídlem 4 th Floor, Lawford House, Albert Place, Londýn, N3 1RL, Spojené království Velké Británie a Severního Irska, **c) J. H.**, nar. XXXXX, všichni práv. zast. JUDr. Petrem Zimou, advokátem, Praha 2, Slezská 13

za účasti: **Teplárny Brno, a.s.**, Brno, Okružní 25, IČ: 46347534, práv. zast. JUDr. Lucii Ševčíkovou, advokátkou, se sídlem Brno, Járská 11, PSČ 602 00

o přezkoumání přiměřenosti protiplnění a přiznání práva na jinou výši protiplnění

t a k t o :

I. Určuje se, že výše přiměřeného protiplnění za jednu akcii společnosti Teplárny Brno a.s. se sídlem Brno, Okružní 25, PSČ: 638 00, IČ: 46347534 v procesu vytěsnění dle ust. § 183 i Obchodního zákoníku činí 5.201,-Kč.

II. Účastník řízení je povinen uhradit navrhovateli a) částku 272.076,-Kč a to s úrokem z prodlení

ve výši 8,75% ročně za dobu od 2.9.2005 do 31.12.2005

ve výši 9% ročně za dobu od 1.1.2006 do 30

ve výši 9% ročně za dobu od 1.7.2006 do 31.12

ve výši 9,5% ročně za dobu od 1.1.2007 do 30.6.2007,

ve výši 9,75% ročně za dobu od 1.7.2007 do 31.12.2007

ve výši 10,5% ročně za dobu od 1.1.2008 do 30.6.2008,

ve výši 10,75% ročně za dobu od 1.7.2008 do 31.12.2008

ve výši 9,25% ročně za dobu od 1.1.2009 do 30.6.2009,

ve výši 8,5% ročně za dobu od 1.7.2009 do 31.12.2009,

ve výši 8% ročně za dobu od 1.1.2010 do 30.6.2010,

ve výši 7,75% ročně za dobu od 1.7.2010 do 30.6.2012,

ve výši 7,25% ročně za dobu od 1.7.2012 do 31.12.2012,

ve výši 7,05% ročně za dobu od 1.1.2013 do 31.12.2017

ve výši 7,50 % ročně za dobu od 1.1.2018 do 30.6.2018

ve výši 8,75 % ročně za dobu od 1.1.2019 do 30.6.2019

a poté od prvního dne každého kalendářního pololetí, v němž trvá prodlení, úrok z prodlení z částky doplatku protiplnění ve výši repo sazby stanovené Českou národní bankou a platné pro první den toho kterého kalendářního pololetí zvýšené o sedm procentních bodů do zaplacení

a to do tří dnů ode dne právní moci tohoto usnesení.

III. Účastník řízení je povinen uhradit navrhovateli b) částku 12.021.114,-Kč s ročním úrokem z prodlení

ve výši 8,75% ročně za dobu od 2.9.2005 do 31.12.2005,
ve výši 9% ročně za dobu od 1.1.2006 do 30.6.2006
ve výši 9% ročně za dobu od 1.7.2006 do 31.12.2006
ve výši 9,5% ročně za dobu od 1.1.2007 do 30.6.2007
ve výši 9,75% ročně za dobu od 1.7.2007 do 31.12.2007
ve výši 10,5% ročně za dobu od 1.1.2008 do 30.6.2008
ve výši 10,75% ročně za dobu od 1.7.2008 do 31.12.2008
ve výši 9,25% ročně za dobu od 1.1.2009 do 30.6.2009,
ve výši 8,5% ročně za dobu od 1.7.2009 do 31.12.2009
ve výši 8% ročně za dobu od 1.1.2010 do 30.6.2010,
ve výši 7,75% ročně za dobu od 1.7.2010 do 30.6.2012
ve výši 7,25% ročně za dobu od 1.7.2012 do 31.12.2012,
ve výši 7,05% ročně za dobu od 1.1.2013 do 31.12.2017
ve výši 7,50 % ročně za dobu od 1.1.2018 do 30.6.2018
ve výši 8% ročně za dobu od 1.7.2018 do 31.12.2018
ve výši 8,75% ročně za dobu od 1.1.2019 do 30.6.2019

a poté od prvního dne kalendářního pololetí, v němž trvá prodlení, úrok z prodlení z částky doplatku protiplnění ve výši repo sazby stanovené Českou národní bankou a platné pro první den toho kterého kalendářního pololetí zvýšené o sedm procentních bodů do zaplacení

a to do 3 dnů od právní moci tohoto usnesení

IV. Účastník řízení je povinen uhradit navrhovatelce c) částku 3.928.512,-Kč s ročním úrokem z prodlení

ve výši 8,75% ročně za dobu od 2.9.2005 do 31.12.2005
ve výši 9% ročně za dobu od 1.1.2006 do 30.6.2006,
ve výši 9% ročně za dobu od 1.7.2006 do 31.12.2006
ve výši 9,5% ročně za dobu od 1.1.2007 do 30.6.2007,
ve výši 9,75% ročně za dobu od 1.7.2007 do 31.12.2007
ve výši 10,5% ročně za dobu od 1.1.2008 do 30.6.2008,
ve výši 10,75% ročně za dobu od 1.7.2008 do 31.12.2008,
ve výši 9,25% ročně za dobu od 1.1.2009 do 30.6.2009,
ve výši 8,5% ročně za dobu od 1.7.2009 do 31.12.2009
ve výši 8% ročně za dobu od 1.1.2010 do 30.6.2010,
ve výši 7,75% ročně za dobu od 1.7.2010 do 30.6.2012,
ve výši 7,25% ročně za dobu od 1.7.2012 do 31.12.2012
ve výši 7,05% ročně za dobu od 1.1.2013 do 31.12.2017
ve výši 7,50 % ročně za dobu od 1.1.2018 do 30.6.2018
ve výši 8% ročně za dobu od 1.7.2018 do 31.12.2018
ve výši 8,75 % ročně za dobu od 1.1.2019 do 30.6.2019

a poté od prvního dne každého kalendářního pololetí, v němž trvá prodlení, úrok z prodlení z částky doplatku protiplnění ve výši repo sazby stanovené Českou národní bankou a platné pro první den toho kterého kalendářního pololetí zvýšené o sedm procentních bodů do zaplacení
a to do tří dnů ode dne právní moci tohoto usnesení.

V. Účastník řízení je povinen uhradit navrhovateli a) na nákladech řízení částku 470.292,- Kč a to do tří dnů od právní moci tohoto usnesení k rukám právního zástupce navrhovatele a).

VI. Účastník řízení je povinen uhradit navrhovateli b) na nákladech řízení částku 1.641.707,-Kč a to do tří dnů od právní moci tohoto usnesení k rukám právního zástupce navrhovatele b).

VII. Účastník řízení je povinen zaplatit navrhovatelce c) na nákladech řízení částku 839.274,-Kč a to do tří dnů od právní moci tohoto usnesení k rukám právního zástupce navrhovatelce c).

VIII. Účastník řízení je povinen zaplatit na nákladech řízení České republiky částku 56.449,66 Kč a to na účet Krajského soudu v Brně, číslo 3703-5720621/0710, VS 5022006705, KS 1148 vedeného u ČNB pobočka Brno a to do tří dnů od právní moci tohoto usnesení.

O d ů v o d n ě n í :

1.Návrhem soudu doručeným dne 31.08.2005 se navrhovatelé a) a b) a návrhem soudu doručeným dne 27.09.2005 se navrhovatelka c) domáhali přezkoumání přiměřenosti protiplnění a přiznání práva na jinou výši protiplnění dle ust. § 183k odst. 1 a 3 obch. zák. Své návrhy odůvodnili tím, že jsou akcionáři společnosti Teplárny Brno, a.s., když navrhovatel a) má 82 ks, navrhovatel b) 3 623 ks a navrhovatelka c) má 1 184 ks akcií společnosti. Jedná se o akcie kmenové ve formě na majitele zaknihované o nominální hodnotě 1.000,- Kč. Hlavním akcionářem společnosti je TEZA Holding a.s., se sídlem Brno, Hlinky 38. Dále v návrhu uvedli, že dne 28.07.2005 se konala mimořádná valná hromada společnosti Teplárny Brno, a.s., na které bylo rozhodnuto hlasy hlavního akcionáře o přechodu všech ostatních účastnických cenných papírů společnosti Teplárny Brno, a.s. na hlavního akcionáře. Hlavní akcionář určil výši protiplnění na částku 1.883,- Kč za každou akcií společnosti Teplárny Brno, a.s. Cena byla doložena znaleckým posudkem Ing. Vlastimila Zajíčka č. 31/2005 ze dne 28.06.2005, který odhadl tržní hodnotu společnosti k rozhodnému dni ocenění 31.05.2005, a v důsledku toho výši přiměřeného protiplnění k tomuto rozhodnému dni na částku, která je rovna anebo po obvyklém zaokrouhlení vyšší než 1.882,79 Kč za akcií. Navrhovatelé uvádí, že metody použité v tomto znaleckém posudku jsou nesprávné a nemohou být použity, když metoda použitá znalcem pro výpočet ceny akcií nebere v úvahu existující ceny akcií v České republice, vychází z údajů o vývoji akciového trhu v zahraničí, a pokud analýza vývoje na akciovém trhu končí v roce 2004, nebere v úvahu změnu, ke které došlo v průběhu roku 2005. Znalecký posudek Ing. Zajíčka vůbec nebere v úvahu vývoj kursu koruny proti americkému dolaru nebo EURu. Cena vypočítaná znalcem je nepřiměřeně nízká, to protože znalec operuje s nepřiměřeně vysokým výnosem kapitálu, resp. nákladem kapitálu. Navrhovatelé žádají, aby po provedeném dokazování soud určil spravedlivou výši přiměřeného zadostiučinění dle § 183k odst. 3 obch. zák.

2. Účastník řízení Teplárny Brno, a.s. se k věci vyjádřil zejména podáním ze dne 07.09.2006, ve kterém uvedl, že přiměřenost protiplnění při přechodu cenných papírů na hlavního akcionáře byla řádně doložena, a to předmětným znaleckým posudkem č. 31/2005 ze dne 28.06.2005 zpracovaným Ing. Vlastimilem Zajíčkem, kde znalec došel k závěru, že hodnota protiplnění je 1.883,- Kč. Dle účastníka řízení je tento posudek v souladu se zákonem a stanovuje dostatečnou výši přiměřeného vypořádání. Předmětný znalecký posudek byl zpracován v duchu metodiky Komise pro cenné papíry nazvané „Znalecké posudky pro účely povinných nabídek převzetí a veřejných návrhů smluv o koupi účastnických cenných papírů“ (dále ZNAL). Komise pro cenné papíry v této metodice vychází z pojetí hodnoty akcie jako alikvotního podílu na tržní hodnotě čistého obchodního majetku. Znalec Zajíček aplikoval zásady obsažené v metodice ZNAL i při vypracování předmětného znaleckého posudku. Dle účastníka řízení znalec nepochybil, když přiměřenost protiplnění posuzoval ve vztahu k tržní hodnotě akcií účastníka řízení. Dle účastníka řízení znalec provedl důkladnou analýzu potencionálu oceňovaného podniku, na jejím základě sestavil prognózu budoucího vývoje. Dle účastníka řízení byla výše protiplnění stanovena přiměřeně, navrhuje všechny návrhy zamítnout.

3. Soud ve věci rozhodl usnesením ze dne 7.11.2012, sp. Zn. 50 Cm 67/2005, 50 Cm 79/2005 – 757, když určil, že výše přiměřeného protiplnění za jednu akcií společnosti Teplárny Brno a.s. činí 5.201,-Kč a dále zavázal účastníka řízení k úhradě adekvátní částky navrhovateli a), b) i c). Rovněž rozhodl o nákladech řízení. K odvolání účastníka řízení Vrchní soud v Olomouci svým rozhodnutím č.j. 5 Cmo 93/2013-809 ze dne 30.9.2013 rozhodnutí soudu prvního stupně zrušil a věc vrátil tomuto soudu k dalšímu řízení.

4. Soud I. stupně ve věci rozhodl usnesením č.j. 50 Cm 67/2005, 50 Cm 79/2005 – 936 ze dne 8.10.2014, návrhům vyhověl a určil výši přiměřeného protiplnění na částku 5.201 Kč. Toto rozhodnutí k odvolání účastníka řízení zrušil VS Olomouc rozhodnutím č.j. 5 Cmo 409/2014-1011 ze dne 26.3.2015. K dovolání navrhovatelů Nejvyšší soud ČR usnesením č.j. 29 Cdo 4153/2015 – 1046 ze dne 17.3.2016 rozhodnutí Vrchního soudu v Olomouci zrušil. VS Olomouc rozhodnutím č.j. 5 Cmo 409/2014 – 1154 ze dne 14.12.2017 zrušil usnesení soudu I. stupně č.j. 50 Cm 67/2005, 50 Cm 79/2005 – 936 ze dne 8.10.2014 a věc vrátil tomuto soudu k dalšímu řízení.

5. V návrzích původně označený účastník řízení 2) a to společnost TEZA Holding a.s. se sídlem Brno, Hlinky 38 zanikla sloučením s účastníkem řízení 1) Teplárny Brno, a.s. a to ke dni 30.9.2009, soud proto pokračoval v řízení jen za účasti obchodní společnosti Teplárny Brno, a.s. Brno, Lesná, Okružní 25, IČ: 46347534.

6. Mezi účastníky řízení nebyla sporná skutečnost ohledně aktivní legitimace navrhovatelů k podání návrhu a k vedení tohoto řízení, když tuto skutečnost prohlásili účastníci řízení při jednání soudu dne 10.2.2014 za nespornou. Rovněž skutečnosti týkající se konání valné hromady, která rozhodla o přechodu všech účastnických cenných papírů na hlavního akcionáře, tedy valné hromady, která se konala dne 28.07.2005, a skutečnosti týkající se určení výše protiplnění hlavním akcionářem na základě znaleckého posudku Ing. Vlastimila Zajíčka č. 31/2005 nebyly mezi účastníky řízení sporné.

7. Soud provedl k důkazu vyjádření ČNB, zpracované k žádosti soudu o odborné posouzení znaleckého posudku č. 31/2005 ze dne 28.06.2005 zpracovaného Ing. Vlastimilem Zajíčkem za účelem stanovení přiměřené výše protiplnění za akcie společnosti Teplárny Brno, a.s. v souvislosti

s uplatněním práva výkupu účastnických cenných papírů společnosti podle § 183i a následujících obch. zák., z něhož zjistil, že ČNB znalecký posudek přezkoumala a dospěla k závěru, že byl zpracován v souladu s metodikou ZNAL a zásadami v ní obsaženými a je proto způsobilý doložit přiměřenost výše protiplnění při vytěsnění akcionářů společnosti dle § 183i a následujících obch. zák.

8. Z listiny „Diplomová práce na Univerzitě pro ekonomii ve Vídni“ z května roku 2002 článku z Hospodářských novin ze dne 14.07.2005 a tiskové zprávy ze dne 11.06.2007 soud zjistil, že tyto listiny se vztahují jednak k úpravě Institutu odškodnění v Německu a Rakousku, a dále co se týká tiskové zprávy Energetického regulačního úřadu, jedná se o ceny energií, tj. prognózy hospodaření jednotlivých společností.

9. Z metodiky Komise pro cenné papíry „Znalecké posudky pro účely povinných nabídek převzetí a veřejných návrhů smluv o koupi účastnických cenných papírů“ vyplývá, že pro účely doložení přiměřenosti ceny hodnoty účastnických cenných papírů je způsobilý soubor metod ocenění založený na různých principech, pomocí kterých se zpravidla oceňuje cílová společnost jako celek, přičemž hodnota akcie je poté určena jako alikvotní podíl na hodnotě čistého obchodního majetku určené v souladu s částí pojem hodnota ke dni předcházejícímu dni rozhodné události pro vznik povinnosti učinit nabídku převzetí nebo veřejný návrh smlouvy. Tento dokument se vztahuje na činnost znaleckých ústavů a znalců, kteří vyhotovují znalecké posudky pro účely nabídky převzetí či veřejného návrhu smlouvy podle příslušných ustanovení obch. zák. Dle této metodiky znalecký posudek musí být komplexní, úplný, vnitřně konzistentní, nezávislý a opakovatelný. Metody použité ve znaleckém posudku pro ocenění účastnických cenných papírů musí být zvoleny důvodně a odůvodněně a musí splňovat požadavek vzájemné kontroly. Znalecký posudek je považován za úplný, jestliže obsahuje datum, k němuž je ocenění provedeno.

10. Dle stanoviska Komise pro cenné papíry č. STAN/13/2005 ze dne 09.11.2005 soud zjistil, že se jedná o stanovisko k některým otázkám spojených s vytěsněním, tj. spojených s Institutem výkupu účastnických cenných papírů. Dle tohoto stanoviska není důvod rozlišovat co se týká kritérií přiměřenosti protiplnění mezi oceněním účasti na společnosti pro účely nabídek převzetí a veřejných návrhů podle § 186a obch. zák. a oceněním této účasti pro účely vytěsnění. Použijí se tedy principy podrobně popsané v metodice ZNAL. Srážka za minoritu je stejně jako u nabídek převzetí nepřipustná. Z části odlišná situace dle toho stanoviska je v případě určení data, k němuž se účast ocení. U vytěsnění musí být ocenění stanoveno ex ante. Dle Komise pro cenné papíry je třeba klást zvýšený důraz na aktuálnost ocenění. Toto by mělo zohledňovat poměry v cílové společnosti co nejbližší k datu přechodu vlastnického práva k účastnickým cenným papírům cílové společnosti.

11. Z rozhodnutí Komise pro cenné papíry č.j. 45/N/1139/2004/2 ze dne 19.12.2004 soud zjistil, že se jedná o rozhodnutí ve věci žádosti o souhlas s obsahem nabídky převzetí za účasti společnosti Teplárny Brno, a.s., kdy byla stanovena cena za 1 akcii 1.425,- Kč. Tato nabídka byla Komisí pro cenné papíry schválena. Cena v této věci byla určena znaleckým posudkem zpracovaným Ing. Vlastimilem Zajíčkem, a to posudkem č. 26/2004.

12. Ze znaleckého posudku č. 26/2004 vyplývá, že tento posudek zpracoval Ing. Zajíček dne 03.12.2004 za účelem stanovení ceny přiměřené hodnotě akcií společnosti Teplárny Brno, a.s. ve věci nabídky převzetí a nabídky na odkoupení podle § 183 obch. zák. Znalec ocenění provedl výnosovou metodou diskontovaných peněžních toků a výnosovou metodou ekonomické přidané

hodnoty. Cena byla po korigaci stanovena na částku 1.425,- Kč za 1 akcii společnosti Teplárny Brno, a.s.

13. Ze znaleckého posudku č. 31/2005 zpracovaného Ing. Vlastimilem Zajíčkem k datu 31.05.2005 vyplývá, že tento posudek byl zpracován pro účely institutu práva výkupu účastnických cenných papírů podle § 183i a následujících obch. zák. Z posudku dále vyplývá, že byly zohledněny základní zásady materiálu ZNAL a ze závěru znaleckého posudku vyplývá, že znalec ke stanovení ceny, resp. přiměřené výše vypořádání při výkupu účastnických cenných papírů použily dvě metody, a to metodou diskontovaných volných cash flow, tj. metoda DCF entity, a metoda EVA, tj. metoda ekonomické přidané hodnoty. Tyto způsoby ocenění dle znalce vedly ke shodnému výsledku a hodnota akcie společnosti Teplárny Brno, a.s. byla stanovena na 1.882,79 Kč k datu 31.05.2005.

14. Z vyjádření Ing. Zajíčka ze dne 13.09.2006 bylo soudem zjištěno, že Ing. Zajíček v tomto svém vyjádření určeném soudu se vyjadřuje ke svému znaleckému posudku č. 31/2005 ze dne 28.06.2005 a uvádí, že se při zpracování znaleckého posudku držel zásad určených metodikou Komise pro cenné papíry ZNAL, a dle těchto zásad byla stanovena výše protiplnění. Tento posudek zpracoval jako nezávislý a nestranný znalec. Na svém posudku neshledal žádných nedostatků a na jeho závěrech setrval.

15. Ze znaleckého posudku č. 091126 ze dne 26.11.2009 zpracovaného znaleckým ústavem BOHEMIA EXPERTS, s.r.o., Praha 8, Křížíkova 1, soud zjistil, že posudek byl zpracován na základě znaleckého úkolu, který byl znaleckému ústavu soudem zadán, a to stanovení výše přiměřeného protiplnění za akcie společnosti Teplárny Brno, a.s., a dále přezkoumat způsob stanovené hodnoty akcie společnosti Teplárny Brno, a.s. použitý znalcem Ing. Vlastimilem Zajíčkem ve znaleckém posudku č. 31/2005 a č. 26/2004. Soud zjistil, že znalecký ústav k ocenění použil přístup výnosový, metoda DCF entity, a přístupy majetkové, metoda účetní hodnoty a metoda likvidační hodnoty. Výsledná hodnota akcií byla stanovena dle nejvíce vhodné metody, tj. metody DCF entity. Další metody byly dle znaleckého ústavu použity pouze jako podpůrné a plnily kontrolní a informační funkci. Na základě provedeného ocenění znalecký ústav dospěl k názoru, že výše přiměřeného protiplnění za akcie společnosti Teplárny Brno, a.s. o jmenovité hodnotě 1.000,- Kč k datu 31.05.2005 činí 2.029,- Kč. Z posudku dále vyplývá, že byl sestaven finanční plán, a to na základě provedených analýz. Finanční plán byl sestaven jako realistický na období od října 2004 až do září 2012 ve struktuře plánovaných výsledovek, rozvah a výkazu peněžních toků. Finanční plán vycházel zejména ze stavu v jakém se nacházela společnost k datu 30.09.2004, resp. 31.05.2005, z projekcí provedených na základě předchozích analýz vnějšího potenciálu společnosti a vnitřního potenciálu společnosti. Znalecký ústav postupoval standardní dvoufázovou metodou, kdy první fáze života společnosti zahrnuje období od října 2004 do září 2012 a druhá fáze života zahrnuje období od ledna 2015 do nekonečna. Rozdíl mezi upravenými výnosy a upravenými náklady tvoří v jednotlivých letech upravený hospodářský výsledek z provozní činnosti před zdaněním a úroky. Znalecký ústav předpokládal, že volné peněžní toky budou plynout s konstantním nominálním růstem G ve výši 1,78 % ročně. Při odhadu bezrizikové výnosové míry pro první fázi konkrétně znalecký ústav vycházel z průměrné výnosnosti amerických dlouhodobých státních dluhopisů T bonth v roce 2004, tj. 4,49 % p.a., pro druhou fázi života potom je počítáno se zvýšením této hodnoty na 5,02 % p.a. Dále znalecký ústav aplikoval přírážku 1 % pro první i druhou fázi za nelikviditu kapitálového trhu ve vztahu k rozdílnému charakteru tohoto trhu v USA a v České republice.

Dále z posudku vyplývá, a to z jeho závěru, že metodě DCF entity znalecký ústav přiřadil váhu 100 %, naopak metodu likvidační hodnoty, účetní hodnoty, této přiřadil váhu nula.

Dále znalecký ústav uvádí, že srážku za minoritu vyjadřující omezenou možnost menšinového akcionáře ovlivňovat řízení společnosti a srážku za nelikviditu vyjadřující sníženou obchodovatelnost menšinových obchodních podílů neuplatňují, neboť přihlíží ke skutečnosti, že vlastník oceňovaných účastnických cenných papírů je zbaven možnosti volby zda a kdy akcie převede na hlavního akcionáře. Hodnota jedné akcie byla určena na částku 2.029,- Kč.

16. Ve vyjádření ze dne 27.04.2010 znalecký ústav BOHEMIA EXPERTS, s.r.o. uvádí, že datum, k němuž bylo provedeno ocenění společnosti, bylo zvoleno jako shodné datum, ke kterému bylo provedeno ocenění ve znaleckém posudku zpracovaném Ing. Vlastimilem Zajíčkem č. 31/2005. Dále upřesňuje tvrzení týkající se bezrizikového výnosu, kdy se při stanovení bezrizikové míry vychází z průměrné výnosnosti dlouhodobých státních dluhopisů v USA. Dle názoru znaleckého ústavu je stanovení bezrizikového výnosu, resp. nákladů na vlastní kapitál správné.

17. Z vyjádření ze dne 07.07.2010 zpracovaného znaleckým ústavem BOHEMIA EXPERTS, s.r.o. potom soud zjistil, že znalecký ústav opakovaně uvádí, že den ocenění byl zvolen stejný jako v posudku zpracovaném Ing. Vlastimilem Zajíčkem, tedy k 31.05.2005. Co se týká bezrizikového výnosu vycházeli z odborných publikací profesora Damodarana a také z odborných publikací profesora Ing. Maříka. Při zvoleném postupu kalkulace nákladů vlastního kapitálu dle znaleckého ústavu se postupuje dle výnosnosti státních dluhopisů USA jako základní bezrizikové výnosové míry, vychází z dat trhu USA i při určení koeficientu β , a poté následně jsou upravovány na podmínky na českém trhu. Na závěrech svého znaleckého posudku znalecký ústav setrval i v tomto vyjádření.

18. Z vyjádření znaleckého ústavu BOHEMIA EXPERTS s.r.o. ze dne 21.10.2010 vyplývá, že si stojí za názorem, že ve znaleckém posudku aplikovaný způsob stanovení nákladů na vlastní kapitál je kalkulován z pohledu českého trhu. Dle vyjádření znaleckého ústavu stanovení výše přiměřeného protiplnění za akcie společnosti Teplárny Brno, a.s. bylo správné.

19. Ze znaleckého posudku zpracovaného znaleckým ústavem APELEN Valuation s.r.o. č. 48-36/2012 předložený soudu dle ust. § 127a o.s.ř. navrhovatelem a dodatku k tomuto znaleckému posudku ze dne 29.08.2012 soud zjistil, že se jedná o znalecký posudek, který byl zpracován na základě objednatel navrhovatele R. M. Účelem posudku je posouzení výše protiplnění v penězích, které hlavní akcionář poskytl ostatním akcionářům společnosti Teplárny Brno, a.s., a dále je oponenturou ke znaleckému posudku č. 091126 společnosti BOHEMIA EXPERTS, s.r.o. Z posudku a jeho dodatku vyplývá, že byla přezkoumána výše protiplnění za akcie společnosti Teplárny Brno, a.s. k datu 31.05.2005. K ocenění byla použita jako výchozí metoda metoda DCF entity. Dále dle znaleckého ústavu není pro daný účel přípustná aplikace přírážky za nízkou likviditu, bezriziková úroková míra musí odrážet stav ke dni ocenění a nelze ji kvantifikovat na bázi dlouhodobého průměru dat z USA. Dle výnosnosti státních dluhopisů České republiky nejbližší ke dni ocenění činí 3,90 %. Rizikovou prémii země je mnohem vhodnější kalkulovat na bázi implicit risk premium v dané době publikované ve výši 3,65 %. Riziková premie země ve výši 1,2 % se dle profesora Damodarana skládá ze dvou složek default spread principiálně vždy obsažených v ceně dluhopisu a akciová složka dle profesora Damodarana je default spread 1,5 násobkem akciové složky rizika, z toho vyplývá výše RTZ akcií na úrovni 0,4 %. Náklady vlastního kapitálu tedy dle znaleckého ústavu APELEN Valuation s.r.o. činí 3,90 % plus 0,52 (3,65 + 0,4) % = 6,01 %. Dle znaleckého ústavu je finanční plán společnosti, který byl užitý v posudku zpracovaného BOHEMIA EXPERTS, s.r.o., respektován, stejně tak i výše neproduktivních aktiv a cizích úročených zdrojů.

Dále znalecký ústav uvádí, že je nedůvodné uvažovat u jakékoliv firmy bez specifických příčin o trvalém poklesu reálných výsledků hospodaření. Lze předpokládat, že bude dosažen alespoň minimálně reálný růst konzervativně 0,5 % ročně, což v nominálním vyjádření znamená roční tempo růstu 2,5 %. Dále je nutné korigovat tempo růstu tedy pro druhou fázi minimálně na hodnotu 2 až 2,5 % ročně, reálný růst o pouhé 0,22 až 0,72 %.

Závěrem znaleckého posudku je stanovena částka výše přiměřeného protiplnění za 1 akcii na 5,683,- Kč, po korigaci znaleckého nálezu uvedené na straně 7 dodatku tohoto posudku je částka stanovena na 5.201,- Kč za 1 akcii společnosti Teplárny Brno, a.s. v procesu vytěsnění ve smyslu § 183i obch. zák.

20. Vrchní soud v Olomouci ve svém zrušujícím rozhodnutí soudu I. stupně uložil doplnit dokazování a to výsledkem znalců za účelem odstranění rozpornosti závěrů znaleckých posudků. Za účelem doplnění dokazování soud předvolal k výsledku znalce, zástupce znaleckého ústavu společnosti BOHEMIA EXPERTS s.r.o. a rovněž znalce znaleckého ústavu Apelen Valuation s.r.o.

21. Znalec BOHEMIA EXPERTS s.r.o. ve svém výsledku uvedl, že ke stanovení výše protiplnění použili metodu výnosovou, dále metodu diskontovaných cashflow. Co se týká závěru znaleckého posudku na těchto setrvává. Ve své výpovědi znalec připustil, že pokud bylo ve znaleckém posudku pracováno s tím, že se jedná o dobrovolného kupujícího a dobrovolného prodávajícího, co se týká akcií společnosti, je to nepřesností znaleckého posudku. Dále znalec ve své výpovědi přiznal, že na stanovení faktoru beta použil nesprávný seznam společností a uvedl, že seznam, který použil, předtím neviděl. Soudu neosvětlil své předcházející tvrzení, že seznam je správný. Co se týká českého státního dluhopisu zástupce znaleckého ústavu BOHEMIA EXPERTS uvedl, že není chybou použití českého dluhopisu tak, jak jej použil znalec Apelen Valuation ve svém znaleckém posudku, setrval také na tom, že chybou není ani použití amerického dluhopisu. Co se týká prémie za nelikviditu českého kapitálového trhu, znalec nedokázal odpovědět na dotazy proč toto ve svém posudku použili. Rovněž neosvětlil své závěry týkající se prémie trhu a prémie země. Zástupce znalce BOHEMIA EXPERTS s.r.o. při svém výsledku setrval na tom, že by měla být použita přírážka za likviditu českého kapitálového trhu. Odkázal na publikaci prof. Maříka, soudu ovšem nespecifikoval, kde je toto publikováno.

22. Dále soud provedl důkaz výsledkem znalce, zástupce znaleckého ústavu Apelen Valuation, který zpracovával znalecký posudek na posouzení přiměřené výše protiplnění pro akcionáře společnosti Teplárny Brno a.s. Ve své výpovědi znalec uvedl, že důvody, proč výše byla stanovena vyšší než byla hodnota stanovená znaleckým posudkem BOHEMIA EXPERTS s.r.o. je zejména nesprávná kvantifikace bety, to znamená v seznamu společností, které podnikají ve stejném oboru, dále potom kalkulace bezrizikové úrokové míry z jiného prostředí než měla být, dále jiný názor je na rizikovou prémii trhu a částečně i jiný názor na tempo růstu. Co se týká bezrizikové úrokové míry, je znalec názoru, že měly být použity dluhopisy země, ve které jsou predikovány peněžní toky. Vychází z názoru prof. Damodarana a i české odborné literatury. I prof. Mařík preferuje tuzemské dluhopisy před dluhopisy zahraničními. Co se týká koeficientu beta, znalec uvádí, že znalec BOHEMIA EXPERTS stanovil tento koeficient chybně, nesprávným způsobem. Znalec Apelen Valuation betu kvantifikoval na bázi srovnatelných společností, které podnikají ve stejném oboru, to jest v odvětví elektřiny, utilities, s tím, že byla zvolena nejnížší hodnota vzhledem k tomu, že se jedná o vytěsnění a nejedná se o tržní transakci. Co se týká přírážky za nelikviditu trhu, znalec uvedl, že tato přírážka je principiálně obsažena právě v té rizikové prémii země. Znalec uvedl, že tato přírážka není ani obsažena v publikaci prof. Maříka. U rizikové prémie země znalec

vedl, že vycházeli z toho, že tato vždy obsahuje rizikovou prémii, co se týče dluhopisů, tzv. dluhopisovou složku. Co se týká rizikové premie trhu, znalec uvedl, že dávají přednost rizikové premii trhu z toho důvodu, že tzv. implicitní riziková premie trhu je aktuální vnímání rizika investory, vychází z publikace prof. Damodarana. Přípustnost implicitní akciové premie uvádí prof. Mařík ve své poslední publikaci Metody oceňování podniků. Znalec uvedl, že jimi zpracovaný znalecký posudek je komplexní, znalecký posudek také analyzoval znalecký posudek společnosti BOHEMIA EXPERTS s.r.o. co se týče jeho všech složek. Znalecký ústav Apelen Valuation respektoval finanční plán tak, jak byl sestaven, respektoval také strategickou analýzu, která dle názoru znalce byla znaleckým ústavem BOHEMIA EXPERTS provedena nekvalitně. Znalecký ústav Apelen Valuation s.r.o. se soustředil ve svém znaleckém posudku na oblasti, které byly sporné.

23. Dále k důkazu byly čteny listiny, které předložil znalec v rámci svého výsledku a to listiny části znaleckého posudku Vysoké školy ekonomické ze dne 28.6.2011, č. 125B73/2011,

- znalecký posudek VŠE v Praze č. 114B64/2011,
- znalecký posudek Pricewaterhouse Česká republika č. 34-05/2010,
- znalecký posudek 277-177/05 zpracovaný A&C consulting s.r.o. znaleckým ústavem,
- článek „Slabší místa v ocenění českých podniků druhá část, strana 31

Z těchto listin vyplynulo, že co se týká bezrizikové výnosnosti, tato byla stanovena na úrovni výnosu nejdelšího českého státního dluhopisu a to ve všech předložených výňatcích znaleckých posudků, tedy byly ke stanovení výše přiměřeného protiplnění použity české státní dluhopisy, nikoliv dluhopisy Spojených států amerických, to vyplývá i z článku Slabší místa v ocenění českých podniků II. část. Autorem je prof. Mařík, dle této publikace je správnější použití českých dluhopisů.

24. Z listiny „Vyjádření ke znaleckému posudku č. 48-36/2012“ vypracovaného společností Apelen Valuation soud zjistil, že úkolem tohoto materiálu je posouzení relevance znaleckého posudku pro účel posouzení přiměřené výše protiplnění pro akcionáře. Závěrem tohoto vyjádření, jehož autorem je společnost CYRRUS corporate finance, že znalecký posudek společnosti Apelen Valuation je neúplný a nekonzistentní. Dále vyplývá, že přes obecné užívání jednoho základního modelu neexistuje v praxi ani teorii jeden ustálený správný postup jak jej naplnit daty. Co se týká znaleckých posudků podaných ve věci a to posudek Ing. Vlastimila Zajíčka a posudek společnosti BOHEMIA EXPERTS s.r.o., byly tyto podrobeny kontrole České národní banky, která neshledala závažné chyby.

25. Dále soud provedl důkazy - publikace z prosince 2008 „Co je bezriziková míra, pátrání po základním stavebním kamení“

- publikace z roku 2006 „Damodaran a oceňování“
- publikace Tomáše Busa „Denominace bezrizikového aktiva při oceňování“
- výňatek ze znaleckého posudku č. 54/09/2011 Národohospodářské fakulty VŠE v Praze, str. 30, bod 132

Z těchto listin soud zjistil, že znalecký ústav Apelen Valuation vycházel při svém znaleckém ohodnocení z publikací prof. Damodarana, Tomáše Busa. Bezriziková míra použitá k práci s očekávanými výnosy by měla být podle prof. Damodarana měřena konzistentně s ním, jak je měřeno cashflow. Je-li cashflow odhadováno v nominálních amerických dolarech, bezriziková míra bude míra amerických státních dluhopisů. Je-li cashflow nominální, bezriziková míra by měla být ve stejné měně, v níž je odhadováno cashflow. Z výňatku ze znaleckého posudku č. 54/09/2011

zpracované Národohospodářskou fakultou VŠE v Praze potom vyplývá, že bezrizikovou úrokovou míru je nutné hledat u korunové oblasti a je nutné užít model CAPM pro Český trh.

26. Z důkazů a to odborných publikací Metody oceňování podniků, aplikace moderních metod oceňování v případě nekótovaných společností, dále metodikou Komise pro cenné papíry ZNAL ze srpna 2004 ohledně znaleckých posudků pro účely povinných nabídek převzetí a veřejných návrhů smluv o koupi účastnických cenných papírů soud zjistil, že z těchto publikací vyplývá metodika při zpracování znaleckých posudků.

27 Soud k důkazu provedl vyjádření ČNB ze dne 15.3.2011 pod č.j. 2011/2576/570, z tohoto zjistil, že ČNB se vyjadřovala ke znaleckému posudku společnosti BOHEMIA EXPERTS s.r.o., který byl vypracován v této věci na zadání soudu. Z tohoto vyjádření vyplývá, že ČNB uvedla, že odhad tržní hodnoty podniku, potažmo akcie, měl být konstruován spíše jako intervalový než jako bodový. Z hlediska teorie oceňování je toto vhodnější postup. Tento však nelze použít při oceňování pro účely stanovené zákonem, kdy je od znalce běžně vyžadován odhad bodový. Co se týká znaleckého posudku zpracovaného BOHEMIA EXPERTS s.r.o. vytkla ČNB nedostatky tomuto posudku a to v části provozně nepotřebného krátkodobého finančního majetku. Dále uvedla, že hodnota týkající se rentability nových investic je výrazně nad úrovní rentability investovaného kapitálu dosahované v minulosti a pokud znalec při převodu plánovaných volných peněžních toků na současnou hodnotu vycházel z tzv. konvence poloviny roku, správně mělo být postupováno v rámci celého účetního období, tj. že převládá konvence konce roku.

28. Vrchní soud v Olomouci svým posledním zrušujícím rozhodnutím vydaným pod č.j. 5 Cmo 409/2014-1154 ze dne 14.12.2017 soudu I. stupně uložil doplnit dokazování čtením znaleckého posudku Statikum s.r.o., vyjádřením znalce ze dne 6.12.2017, výsledkem znalce a dalšími důkazy, které vyjdou v řízení najevo. Toto odůvodnil tím, že účastníkem řízení byl v průběhu odvolacího řízení předložen soudu znalecký posudek zpracovaný znaleckým ústavem Statikum a vzhledem k tomu, že po doplnění znaleckého posudku podáním znalce ze dne 6.12.2017 vyvstala nutnost podstatného dokazování, věc byla vrácena soudu I. stupně.

29. Soud doplnil dokazování dle pokynu Vrchního soudu v Olomouci a provedl další důkazy navržené stranami řízení. Z listiny a to metody oceňování podniků, proces ocenění základní metody a postupy, metody oceňování podniku pro pokročilý, hlubší pohled na vybrané problémy, riziková prémie trhu, přístupy z časopisů Oceňování č. 4/2010 soud zjistil, že při použití historické prémie je odhadovanou hodnotou průměrná hodnota, při použití implicitní prémie je odhadovanou hodnotou aktuální hodnota. Má být tedy použita implicitní prémie.

30. Z článku Františka Prodělala v Soudním inženýrství vyplývá, že při oceňování se ve znaleckých posudcích aplikuje moderní metoda oceňování v případě nekótovaných společností bezriziková míra výnosnosti.

31. Z dalších důkazů, které byly provedeny a to článek Miloše Mařika „Slabší místa k ocenění českých podniků“, druhá část, dále metodiky Komise pro cenné papíry ze srpna 2004 ZNAL ve věci znaleckých posudků pro účely povinných nabídek převzetí a veřejných návrhů smluv o koupi účastnických cenných papírů vyplývá, že se doporučuje použít při ocenění českých společností český státní dluhopis, je akceptována bezriziková míra.

32. Z výňatku znaleckého posudku Vysoké školy ekonomické v Praze 147/V89/2012 ve věci společnosti Karlovarské minerální vody a.s. znaleckého posudku zpracovaného společností

Appraisal services ve věci společnosti Stavby silnic a železnic a.s. a výňatku znaleckého posudku Bohemia Experts s.r.o. č. 140333 společností Plzeňský Prazdroj a.s. vyplývá, že při ocenění českých společností byl použit český státní dluhopis. Vyplývá z toho to, že v České republice je uznávanou odbornou metodou, že není použit státní dluhopis USA, nýbrž státní dluhopis České republiky a není použita prémie za riziko země v plné výši, neboť tato premie je již částečně obsažena v bezrizikové výnosnosti České republiky.

33. Ze znaleckého posudku č. 2904-428-217 ze dne 14.8.2017 soud zjistil, že se jedná o znalecký posudek zpracovaný znaleckým ústavem Statikum s.r.o., objednatelem je společnost Teplárny Brno a.s. a účelem posudku je určení přiměřeného protiplnění za akcie společnosti Teplárny Brno a.s. pro účely doložení přiměřenosti protiplnění ve výkupu účastnických cenných papírů ve smyslu § 183 i a následujících obchodního zákoníku.

Z posudku soud zjistil, že znalecký ústav při zpracování tohoto posudku měl k dispozici všechny znalecké posudky podané v této věci a dle zadání předmětné znalecké posudky v rámci svého znaleckého posudku přezkoumával.

Cílem ocenění bylo stanovit reálnou hodnotu akcií za účelem uplatnění práva výkupu, tzn. stanovit hodnotu, kterou by byl ochoten zaplatit potencionální běžný kupující na základě aktuálních tržních očekávání na trhu. Z posudku vyplývá, že znalec jako metodu ocenění použil metodu výnosovou, která vychází z výnosu z předmětu ocenění skutečně dosahovaného, nebo z výnosu, který lze z předmětu ocenění za daných podmínek obvykle získat a z kapitalizace tohoto výnosu. Za výnosovou oceňovací metodu byla zvolena metoda DCF entity, jako doplňková metoda ocenění byla zvolena metoda účetní hodnoty a metoda srovnávací.

Co se týká výnosového ocenění, zásady uplatnění při modelování finančního plánu tento vycházel především z tržeb za prodej tepla 70% a elektrické energie 25%. Předpokládá, že tempo růstu tržeb dosáhne v roce 2005 výše 8%, v roce 2006 6%. Znalec dále uvedl, že ve střednědobém horizontu ebitda/ebit marže dosáhne úrovně asi 16 %, resp. 8,5%. Ze závěru znaleckého posudku vyplývá, že cena jedné akcie byla zjištěna výnosovým způsobem a oceněna na 2247 Kč, cena jednoho kusu akcie zjištěna metodou tržního srovnání činila 2332 Kč a cena jednoho kusu akcie zjištěna metodou účetní hodnoty 2149 Kč. Znalec uvedl, že výsledná hodnota akcií společnosti Teplárny Brno a.s. je stanovena metodou DCF, která zohledňuje zásadu nejlepšího využití, ale nejpravděpodobnějšího možného využití majetku pro daný účel, kterým podnikání je v oboru teplárenství. Byla stanovena hodnota jedné akcie na částku 2247 Kč. Ze znaleckého posudku vyplývá, že znalecký ústav Statikum odhadl oborové riziko beta společnosti Teplárny Brno a.s. na 0,56, při ocenění byl použit ze státního dluhopisu USA.

34. Důkaz znaleckým posudkem soud doplnil vyjádřením zpracovatele znaleckého posudku znaleckého ústavu Statikum s.r.o. ze dne 6.12.2017, 8.12.2018 a 16.5.2018. Z těchto vyjádření potom soud zjistil, že posudek Statikum nezpochybňuje věrohodnost posudku Apellen, pouze se domáhá jiného zjištění skutkového stavu. Dle znaleckého posudku posudek Apellen není úplný, když postrádá zásadní obsahové náležitosti znaleckého posudku, což vede k nadhodnocení výnosového potencionálu a tím i hodnoty podniku, resp. akcií společnosti Teplárny Brno a.s. Dle znaleckého ústavu Statikum údaje ve znaleckém posudku Apellen Valuation s.r.o., kdy plánovaná výnosnost investic není reálná, což ve svém důsledku vede k nadhodnocení společnosti resp. výše přiměřeného protiplnění.

Z vyjádření znaleckého ústavu Statikum dále vyplývá, že znalecký ústav vyloučil možnost použití nižší premie trhu a to implicitní 3,35 namísto historické 4,84. Znalecký ústav uvedl ve svém stanovisku, že existují tři použitelné vzorce na výpočet nákladů vlastního kapitálu a nejsou k dispozici jednoznačná pravidla, podle nichž by bylo možné některý ze vzorců označit jako

chybný a jiný jako jediné správný. V posudku zpracovaném v této věci Statikum a jeden ze tří možných vzorců jako nejlepší v něm se riziková prémie trhu nenásobí koeficientem beta.

35. Důkaz znalecký posudek znaleckého ústavu Statikum soud doplnil o výsledk zástupce znaleckého ústavu Statikum a z výpovědi znalce vyplývá zejména, že setrvávají na výsledku uvedeném ve znaleckém posudku a tak, že hodnota akcie činí 2247 Kč.

Znalec v průběhu výpovědi uznal, že pro českého investora není výnos z amerického dluhopisu bezrizikový, protože je spojen s měnovým rizikem. Toto však nebylo zohledněno ve stanovení ceny akcií, znalec setrval na tom, že vychází ze závěru a metodiky amerického profesora Damodarana. Znalecký ústav Statikum nevyvrátil, že použití nižší implicitní prémie je vhodnější. Dále z výpovědi soud zjistil, že posudek Statikum vycházel ze skutečností, které nebyly známy k rozhodnému dni. Znalec neosvětlil, ani z posudku toto není patrné, proč znalec zhoršil finanční plán společnosti Teplárny Brno a.s.. V posudku Statikum chybí odhad odhadu ceny tepla a odhadu objemu prodeje tepla a odhad ceny elektřiny a odhad objemu prodeje elektřiny. Znalec uvedl, že tyto veličiny neodhadovali, toto bylo odhadnuto přes provozní marži. K dalším otázkám se znalec nevyjádřil.

36. Dokazování bylo doplněno vyjádřením znaleckého ústavu Statikum ze dne 5.12.2008 a byl doplněn výsledek znalce, zástupce znaleckého ústavu Statikum s.r.o. Uvedl, že znalecký ústav Statikum s.r.o. sestavil finanční plán ve vazbě na strategickou a finanční analýzu ve tvaru výkaz zisků a ztrát rozvahy a cash flow. Znalec uvedl, že všechny významné položky jsou v plánu řádně zdůvodněny. Odkázal na str. 29 a 30 znaleckého posudku. Výše provozního hospodářského výsledku září 2006 je dána růstem provozních výnosů a provozních nákladů. Finanční plán vychází z vlastní predikce zpracovatele posudku. Znalec uvedl, že postup stanovení nákladů na vlastní kapitál založený na přenosu amerických dat zahrnující použití bezrizikové úrokové míry převzaté z USA je metodicky správný a konzistentní. Dle znalce český akciový trh nelze považovat za trh efektivní, což nepřímo zpochybňuje aplikaci implikované rizikové prémie kapitálového trhu. Dle znalce se v praxi nejčastěji používá a přímo pozorovatelná je historická riziková prémie a proto se drželi metody logicky tohoto přístupu. Riziková prémie kapitálového trhu může být odhadována přímo z historických dat pomocí geometrického nebo aritmetického průměru historických výnosností zvoleného tržního portfolia, nebo nepřímo jako implikovaná hodnota výnosnosti, kdy se současná hodnota očekávaných peněžních toků ze zvoleného tržního portfolia rovná aktuální pozorované ceně tohoto portfolia.

Dle znalce byl přijat finanční plán stanovený Bohemia Experts, kde finanční analýza historická, neboť po letech je obtížné vyjádření k plánu posudku Ing. Zajíčka.

37. Dokazování bylo doplněno vyjádřením Statikum s.r.o. ze dne 23.4.2019, z něhož vyplývá, že predikce tržeb společnosti vychází z provedené strategické analýzy společnosti, byla provedena analýza vnějšího i vnitřního potenciálu společnosti. Bylo odkázáno na str. 29 posudku. Vývoj nákladů za služby byl odhadnut souhrnně jako vývoj jedné účetní položky při uplatnění principu výpočtu nákladů shora. Finanční plán Teplárny Brno a.s. byl zpracován do hospodářského roku 2012. Znalecký ústav sestavil finanční plán ve vazbě na strategickou a finanční analýzu ve tvaru výkaz zisků a ztrát, rozvahy a cash flow. Dle znalce znalecký ústav Statikum používá obecný vzorec nejpoužívanější v českých podmínkách, který nenásobení rizikové prémie země koeficientem beta. U neefektivních trhů se přednostně riziková prémie kapitálového trhu dle historických dat pomocí geometrického nebo aritmetického průměru historických výnosností zvoleného tržního portfolia. Z článku Damodarana „Co je bezriziková míra“ a článku Damodaran „O oceňování“ z roku 2006 potom vyplývá, že profesor Damodaran zastává názor, že ve vzorci CAPM na výpočet

nákladů vlastního kapitálu je vždy nutno použít státní dluhopis vydaný v měně, v jaké je volný peněžní tok podniku, který je předmětem ocenění.

38. Z posudku zpracovaného znaleckým ústavem Statikum č. 677-153-2013, č. 386/64/2012 a posudku č. 1362/345/2014 potom vyplývá, že znalecký ústav Statikum obecně nepoužívá americký státní dluhopis jako bezrizikovou úrokovou míru, ale ve zmíněných posudcích znalecký ústav použil český státní dluhopis. Dále z těchto posudků vyplývá, že v těchto případech ocenění používá vzorec, kde se riziková premie země České republiky násobí koeficientem beta.

39. Ze statistiky Ministerstva průmyslu a obchodu České republiky finanční analýzy průmyslu a stavebnictví za první čtvrtletí 2005 vyplývá, že průměrná výše nákladů vlastního kapitálu v oboru výroba a rozvod elektřiny tepelné energie je 5,29 %.

Z výroční zprávy společnosti Teplárny Brno a.s. za období říjen 2004 – září 2005 vyplývá, že Teplárny uvádí, že strategie vývoje podnikání společnosti k následujícímu období odpovídá následujícímu dosavadnímu vývoji. Dále vyplývá z výroční zprávy, že jsou zde uvedeny skutečnosti a to odhad ceny tepla a odhad objemu prodeje tepla a odhad ceny elektřiny a odhad objemu prodeje elektřiny.

40. Dále byly k důkazu provedeny tiskové zprávy ze dne 2.6.2006, 8.12.2006 a 1.6.2008, z nichž vyplývá, že Teplárny Brno a.s. nejednaly v souladu s principem nejlepšího využití majetku, když Teplárny Brno dotovaly cenu tepla ve prospěch obyvatelstva, když v tiskových zprávách je uvedeno, že pokles ceny tepla je také konkrétní odpovědí na často kladenou otázku o významu nákupu majoritního podílu města Brna ve společnosti Teplárny a.s.. Cílem není profit z této činnosti, ale minimalizace zisku z prodeje tepla. Dále, že se uvádí, že namísto vysokých zisků společnosti vlastněné městem šetřit peníze obyvatel Brna. Poslední tisková zpráva potom uvádí, že ceny tepla by se u soukromé firmy mohly zvednout až o několik set korun ročně. Teplárny dotují každý gigajoul asi 25 Kč a zákazníkům prodávají teplo za nižší než nákladovou cenu a to by podle něj u soukromého majitele nebylo možné.

41. Soud nepřipustil provedení důkazů a to revizním znaleckým posudkem a to z toho důvodu, že má za to, že provedeným dokazováním byla věc objasněna, bylo možné na základě provedených důkazů rozhodnout a tento důkaz se jevil jako nadbytečný, když výsledkem znaleců byly rozpory ve znaleckých posudcích odstraněny, proto nebyl nařizován revizní znalecký posudek.

42. Po provedeném dokazování zhodnocení důkazů jednotlivě i v jejich souvislosti soud dospěl k následujícím právním závěrům.

Za prokázaný vzal soud tento skutkový stav. Navrhovatelé byli ke dni konání valné hromady dne 28.07.2005 společností Teplárny Brno, a.s. akcionáři této společnosti. Navrhovatel a) byl vlastníkem 82 ks akcií Tepláren Brno, a.s., navrhovatel b) 3 623 ks akcií a navrhovatelka c) 1 184 ks akcií společnosti Teplárny Brno, a.s. Uvedený den valná hromada společnosti Teplárny Brno, a.s. rozhodla o přechodu všech účastnických cenných papírů na hlavního akcionáře společnosti. Společnost v souladu se zákonem stanovila výši protiplnění dle znaleckého posudku zpracovaného znalcem Ing. Vlastimilem Zajíčkem, a to na částku 1.883,- Kč za každou akcií společnosti Teplárny Brno, a.s. o jmenovité hodnotě 1.000,- Kč. Metodikou ZNAL a stanoviskem Komise pro cenné papíry byly prokázány metody, které mají být použity při oceňování podniku a stanovení výše průměrného protiplnění.

43. Soud zadal vypracování znaleckého posudku znaleckému ústavu BOHEMIA EXPERTS s.r.o., tento ve svém znaleckém posudku stanovil výši přiměřeného protiplnění částkou 2.029,-Kč za jednu akcii. Na doplnění znaleckého posudku soud provedl důkaz výsledkem znalce zástupce společnosti BOHEMIA EXPERTS s.r.o. Z posudku znalce vyplývají nesrovnalosti a to zejména při aplikaci přírážky za nízkou likviditu (str. 46 posudku) a to když na jiném místě znalecký ústav tvrdí, že tuto přírážku ve výpočtu neaplikoval (str. 55 posudku). Ve svých písemných doplněních znaleckého posudku znalecký ústav setrval na svých závěrech, jak vyplynuly z předmětného znaleckého posudku. Při doplněném dokazování výpovědi znalce dle názoru soudu znalec nedokázal zodpovědět otázky k odstranění nedostatků posudku, podstatné rozpory znaleckého posudku jsou dle názoru soudu v části použití či stanovení faktoru beta, kdy znalec BOHEMIA EXPERTS použil nesprávný seznam společností, znalec uvedl, že seznam, který použil před tím nikdy neviděl. Dále dle názoru soudu použití znalcem amerického dluhopisu je chybné, sám znalec uvedl, že použití českého státního dluhopisu není chybou. Co se týká prémie trhu a prémie země vyplynulo, že se nepoužívá historická prémie trhu, jak to učinila společnost BOHEMIA EXPERTS; bližší vyjádření soudu znalec neposkytl. Obdobně u prémie za nelikviditu českého kapitálového trhu znalec toto neobhájil a to ani při doplněném dokazování provedeným výsledkem. Dle názoru soudu tedy ani po doplněném dokazování výsledkem zástupce znalce BOHEMIA EXPERTS s.r.o. se nepodařilo odstranit rozpory v posudku a závěry jeho posudku obhájit. Z jeho posudku není možno zjistit z kterých zjištění při zpracování znaleckého posudku a stanovení výše protiplnění vychází jakou cestou k těmto zjištěním dospěl a na základě jakých úvah došel ke svému závěru.

44. Dále soud hodnotil znalecký posudek zpracovaný společností Apelen Valuation s.r.o., který byl předložen v řízení a to v souladu s ustanovením § 127 a) o.s.ř. zpracovaný na objednávku navrhovatele a). Dle názoru soudu posudek zpracovaný společností Apelen Valuation s.r.o. je komplexním znaleckým posudkem, je sestaven odborně, správným způsobem a znalec při svém výsledku obhájil závěry znaleckého posudku. Soud se neztotožnil s námitkou účastníka řízení, že se jedná o nekomplexní znalecký posudek, znalecký posudek společnosti Apelen Valuation byl vypracován pro účely tohoto řízení a řešil pouze sporné oblasti. Sám znalec uvedl ve svém posudku, že finanční plán převzal z posudku BOHEMIA EXPERTS s.r.o., když proti tomuto nic nenamítal. Finanční plán nebyl ani navrhovateli zpochybňován, proto plán nebyl znaleckým ústavem Apelen Valuation opakovaně zpracován.

45. Co se týká rozdílu v závěrech znaleckých posudků zpracovaných Apelen Valuation s.r.o. a BOHEMIA EXPERTS s.r.o. tyto rozpory vyplývají z jiného názoru na výši diskontní míry, nikoli tedy z rozdílných názorů na finanční plán. Výsledkem znalce bylo potom zjištěno, že rozdíly jsou jednak ve stanovení faktoru beta a v kalkulaci bezrizikové úrokové míry, tj. vyřešení otázky, zda použít český nebo americký státní dluhopis, dále potom v rizikové premii trhu, zdali má být použita implicitní, nebo historická riziková prémie země.

46. Dle názoru soudu bylo prokázáno, že při stanovení výše přiměřeného protiplnění při squeeze outu má být použit český státní dluhopis, toto bylo potvrzeno mnoha provedenými důkazy a toto potvrdil také znalec Apelen Valuation s.r.o. Závěry znaleckého posudku zpracované Apelen Valuation byly podloženy i listinnými důkazy pro odhad nákladů vlastního kapitálu. Dle názoru soudu znalec BOHEMIA EXPERTS s.r.o. sám přiznal, že použil nesprávný koeficient beta, připustil, že i použití českého dluhopisu je správné a dále na otázky nedokázal odpovědět. Znalec nebyl schopen na věc reagovat a závěry svého znaleckého posudku před soudem neobhájil. Naopak znalec Apelen Valuation svůj znalecký posudek obhájil, jeho posudek se jinými důkazy

nepodařilo zpochybnit. Posudek společnosti Apelen Valuation je dle názoru soudu také vyhotoven v souladu s teorií prof. Damodarana, jak vyplývá z jeho publikací.

47. Soud se dále při svém hodnocení zabýval důkazy, jak byly provedeny po rozhodnutí Vrchního soudu v Olomouci, a to zejména znaleckým posudkem zpracovaným znaleckým ústavem Statikum s.r.o., vyjádřeními tohoto znaleckého ústavu a dále důkazy, které byly provedeny při jednání soudu dne 25.3.2019 a zejména 17.6.2019. Z těchto důkazů má soud za prokázané, že znalec Statikum tvrdil, že postupuje podle metodiky amerického profesora Damodarana, když uplatňuje při ocenění české společnosti bezrizikovou míru platnou v USA, tj. odpovídající výnostu ze státního dluhopisu USA. Jak bylo prokázáno, profesor Damodaran však tvrdí, že ve výpočtu nákladů vlastního kapitálu je nutno použít státní dluhopis vydaný v měně, v jaké je volný peněžní tok podniku, který je předmětem ocenění. Jak bylo prokázáno, ani znalecký ústav Statikum nepostupuje ve svých znaleckých posudcích konzistentně a v některých posudcích, které byly provedeny k důkazu, znalec Statikum používá český státní dluhopis.

48. Dle názoru soudu jsou údaje použité znaleckým ústavem Statikum nesprávné a to zejména údaje o očekávané inflaci v USA, když znalecký ústav tyto skutečnosti nedoložil, dále má soud za to, že použitý způsob výpočtu nákladů vlastního kapitálu v posudku Statikum s.r.o., který prosazuje jako nejlepší vzorec, v němž se riziková prémie země nenásobí koeficientem beta, je chybný, když v jiných případech Statikum používá k ocenění vzorec, kdy se riziková prémie země ČR násobí koeficientem beta. Tímto bylo prokázáno, že posudek a metody použité v posudku Apellen Valuation je správný.

Znalecký ústav Statikum v posudku ani v následných výsledcích znalce nevyvrátil, že použití nižší implicitní prémie je vhodnější jak tvrdí posudek Apelen Valuation. Jak vyplynulo ze statistiky Ministerstva průmyslu a obchodu České republiky průměrná výše nákladů vlastního kapitálu v oboru výroba a rozvod elektřiny, plynu a tepelné energie je 5,29 %. Z toho vyplývá, že výše nákladů vlastního kapitálu, resp. diskontní míry pro společnost Teplárny Brno byla odhadnuta v posudku Apellen Valuation správně na rozdíl od posudku Statikum s.r.o. Co se týká finančního plánu, tento byl sestaven společností Teplárny Brno a.s., byl použit v posudku Ing. Zajíčka, byl přenesen do posudku Bohemia Experts a tento byl zpochybněn znaleckým ústavem Statikum. Znalecký ústav Statikum však sám přiznal, že podnikový plán Tepláren Brno nezkoumal, soudu tedy není patrné, z čeho znalecký ústav Statikum s.r.o. vycházel, když plán nezkoumal, neznal vstupní data do původního plánu, ale tvrdil, že tento je nesprávný. Účastník řízení navíc akceptoval finanční plán jak byl sestaven, společností byl převzat do posudku Ing. Zajíčka, až následně tento plán byl zpochybňován účastníkem řízení. Dle názoru soudu také znalecký posudek zpracovaný Statikum s.r.o. není správný v části, kde znalecký ústav vychází ze skutečností, které nebyly známy k rozhodnému dni to vyplynulo z tiskových zpráv, z výroční zprávy společnosti a to v souvislosti s finančním plánem, který byl ve věci zpracován účastníkem řízení do konce roku 2014, který byl schválen valnou hromadou společností Teplárny Brno a.s., která rozhodla o vytěsnění drobných akcionářů. Není možné tvrdit, že k rozhodnému dni se očekávalo výrazně horší hospodaření. S ohledem na uvedené, že tedy finanční plán byl sestaven samotným účastníkem řízení, byl jím akceptován, schválen valnou hromadou, plán byl přezkoumán a potvrzen znalcem Ing. Zajíčkem, tento plán byl převzat znalcem Bohemia Experts, znaleckým ústavem Apelen Valuation dle názoru soudu tím, že znalecký ústav Statikum s.r.o. z tohoto plánu nevycházel, plán nezkoumal, nemůže znalecký posudek zpracovaný Statikum s.r.o. být schopný stanovit výši průměrného protiplnění při squeezeoutu.

49. Dle názoru soudu také posudek Statikum nesplňuje kritéria stanovená Nejvyšším soudem České republiky pro znalecké posudky. Dle rozhodnutí Nejvyššího soudu České republiky 30 Cdo 5359/2007 ze dne 6.1.2010 znalec musí přehledným a logicky zdůvodněným způsobem vyložit své odborné závěry a podklady, z nichž při posuzování té které dílčí odborné otázky postupoval. Pokud znalec své závěry opírá o pouhé domněnky či blíže neodůvodněné poznatky z jeho odborné praxe, je takto jím zpracovaný posudek zatížen nepřesvědčivostí, přičemž v takovém stadiu je povinností soudu procesním způsobem vést znalce k preciznosti posudku tak, aby bylo možno z jeho obsahu zjistit, z jakých podkladů či na základě jakých informací poznatků byly znalcem činěny dílčí příslušné odborné závěry k soudem provedenému zadání posouzení předmětným skutečností z odborného hlediska. Dále je třeba, aby znalec uvedl, ze kterých zjištění v posudku vychází, jakou cestou k těmto zjištěním dospěl a na základě jakých úvah došel ke svému závěru. Dle názoru soudu znalecký posudek Statikum neobsahuje skutečnosti jak uvádí Nejvyšší soud České republiky ve svých rozhodnutích a proto není možné použít závěry tohoto znaleckého posudku v tomto řízení, když znalec své závěry dle názoru soudu ani neobhájil ani podanými doplňujícími vyjádřeními ani při výslechu znalce a to ani při jeho opakovaném výslechu, tím je tedy posudek nepřezkoumatelný.

50. Soud se vzhledem k výše uvedenému ztotožnil se závěry uvedenými ve znaleckém posudku zpracovaném Apelen Valuation s.r.o., když znalec obhájil svůj znalecký posudek, v posudku nebyly shledány chyby, na rozdíl od posudku BOHEMIA EXPERTS s.r.o. a posudku Statikum s.r.o.

51. Na základě takto zjištěného skutkového stavu soud dospěl k závěru, že návrhy jsou důvodné. Učiněná skutková zjištění soud právně posoudil dle ust. § 183k obch. zák., podle něhož vlastník účastnických cenných papírů může od okamžiku obdržení pozvánky na valnou hromadu, která má rozhodnout o výkupu účastnických cenných papírů, požádat soud, aby přezkoumal přiměřenou výši protiplnění. Není-li toto právo využito do měsíce ode dne zveřejnění zápisu z usnesení valné hromady podle § 183l obch. zák. do obchodního rejstříku, zaniká. Mezi stranami bylo nesporné, že navrhovatelé jsou aktivně legitimováni k podání návrhu. Dle názoru soudu byla lhůta stanovená v § 183k obch. zák. dodržena, když lhůta k podání návrhu stanovená 1 měsíc se počítá právě od zveřejnění zápisu usnesení valné hromady do obchodního rejstříku v Obchodním věstníku.

52. Co se týká sdělení ČNB ohledně posudku zpracovaného Ing. Vlastimilem Zajíčkem, z kterého vyplývá, že ČNB souhlasí se znaleckým posudkem Ing. Vlastimila Zajíčka, dle názoru soudu nelze považovat posouzení výše protiplnění či předmětného znaleckého posudku ze strany ČNB za konečné, neboť právě § 183 obch. zák. umožňuje soudní přezkum stanovení výše protiplnění na rozdíl od rozhodnutí ČNB, které soudnímu přezkumu nepodléhá. Ochrana drobných akcionářů je ve smyslu článku 36 listiny základních práv a svobod garantována soudním rozhodnutím, které je ve věci konečné.

53. Dle názoru soudu neobstála tvrzení uvedená účastníkem řízení ani po doplněném dokazování a má za to, že posudek zpracováváný APELEN Valuation s.r.o. znaleckým ústavem byl zpracován řádně a je způsobilý stanovit výši přiměřeného protiplnění při uplatnění práva výkupu cenných papírů. Soud, jak již bylo uvedeno, nemá výhrady k takto zpracovanému znaleckému posudku a při stanovení výše protiplnění vycházel právě z tohoto znaleckého posudku. Při rozhodování nemohl vycházet ze závěru posudku zpracovaného znaleckým ústavem BOHEMIA EXPERTS, s.r.o. ani STATIKUM s.r.o. když tyto posudky, jak shora uvedeno, byly protichůdné a rozporuplné. Výše protiplnění, jak vyplynulo z dokazování, se lišila ve znaleckých posudcích, když ve znaleckém

posudku zpracovaném Ing. Vlastimilem Zajičkem byla částka stanovena na 1.883,- Kč, znaleckém posudku BOHEMIA EXPERTS, s.r.o. na částku 2.029,- Kč, a v posudku APELEN Valuation s.r.o. na 5.201,- Kč a v posudku STATIKUM částkou 2 247 Kč.

Soud nedospěl k závěru, že by bylo třeba zpracovávat revizní znalecký posudek, neboť po provedeném dokazování a jeho doplnění soud nemá pochybnosti o správnosti znaleckého posudku vypracovaným znaleckým ústavem Apelen Valuation s.r.o.

54. Soud dále rozhodl tak, že zavázal účastníka řízení k úhradě částek, které představují rozdíl mezi částkou, kterou je účastník řízení povinen vyplatit navrhovatelům jako protiplnění na základě rozhodnutí valné hromady Teplárny Brno a.s. konané dne 28.7.2005, která byla již vyplacena a částkou, která byla stanovena jako přiměřená výše protiplnění s ohledem na počet kusů akcií jejichž byli navrhovatelé vlastníky ke dni konání valné hromady tj. 28.7.2005.

55. Soud přiznal úroky z prodlení a to v souladu s platnou právní úpravou, kdy jako počátek prodlení stanovil datum 2.9.2005 do zaplacení, výše úroku z prodlení byla stanovena v souladu s platnou diskontní repo sazbou ČNB stanovené za každé období.

56. O náhradě nákladů řízení soud rozhodl dle ust. § 142 odst. 1 o.s.ř. a přiznal navrhovatelům plnou náhradu nákladů řízení, které činí u navrhovatele a) částku 470.292,- Kč z toho náklady právního zastoupení dle vyhlášky č. 177/96 Sb. při sazbě za jeden úkon 9.420,-Kč a 33 úkonech, snížených o 20% dle § 12 odst. 4 tarifu, celkem 248.688 Kč, dále náhradu hotových výdajů 33 x 300,-Kč tj. 9.900,- Kč, 21% DPH ve výši celkem 54.304,- Kč. Dále soud přiznal zaplacenou zálohu za posudek zpracovaný společností BOHEMIA EXPERTS s.r.o. 50.000,-Kč a náklady za zpracování posudku Apelen Valuation ve výši 97.400,-Kč. Soud přiznal dále náhradu zaplaceného soudního poplatku za dovolání ve výši 10 000 Kč.

57. Navrhovateli b) soud přiznal náhradu nákladů řízení ve výši 1.641.707,-Kč, z toho za právní zastoupení při sazbě za jeden úkon dle vyhlášky č. 177/96 Sb. 49.140,-Kč, 33 úkonů snížené o 20% dle § 12 odst. 4 vyhlášky č. 177/96 Sb. tj. 1.297.296 Kč, náhradu hotových výdajů 33 x 300,- dle vyhlášky č. 177/96 Sb. tj. 9 900,-Kč , 21% DPH celkem z odměny za zastupování činí 274.511,- Kč. Soud přiznal náhradu zaplacené zálohy za posudek BOHEMIA EXPERTS s.r.o. 50.000,-Kč. Soud přiznal navrhovateli b) dále náhradu zaplaceného soudního poplatku za dovolání ve výši 10 000 Kč.

58. Navrhovatelce c) soud přiznal náhradu nákladů řízení ve výši 839.274 Kč, z toho za právní zastoupení dle vyhlášky č. 177/96 Sb. při sazbě za jeden úkon 23.900,-Kč, 33 úkonů snížené o 20% dle § 12 odst. 4 vyhlášky č. 177/96 Sb. celkem 634.128,-Kč, dále přiznal náhradu hotových výdajů 33 x 300,-Kč tj. 9.900,-Kč, 21 % DPH celkem 135.246 Kč,-Kč. Soud přiznal náhradu zaplacené zálohy za posudek BOHEMIA EXPERTS s.r.o. 50.000,-Kč. Soud přiznal navrhovatelce c) dále náhradu zaplaceného soudního poplatku za dovolání ve výši 10 000 Kč.

59. Dle ust. § 149 o.s.ř. pak uložil účastníku řízení náhradu nákladů řízení zaplatit právnímu zástupci navrhovatelů a), b), c).

60. Soud zavázal účastníka řízení zaplatit České republice náhradu nákladů řízení v souladu s § 148 odst. 1 o.s.ř. a to náklady představené znalečným, které činí 56.449,66 Kč.

P o u č e n í :

Proti tomuto usnesení **je možné** podat odvolání do 15 dnů ode dne doručení k Vrchnímu soudu v Olomouci prostřednictvím soudu zdejšího.

Poučení o vykonatelnosti:

Nesplní-li povinný, co mu ukládá vykonatelné rozhodnutí, může oprávněný navrhnout výkon rozhodnutí.

Brno 24. června 2019

JUDr. Hana Klimešová v.r.
samosoudkyně